

重估战略矿，掘金顺周期

——金属行业2025年度策略

行业评级：看好

2024 年 12 月 1 日

分析师	沈皓俊	分析师	金云涛	分析师	王南清
邮箱	shenhaojun@stocke.com.cn	邮箱	jinyuntao@stocke.com.cn	邮箱	wangnanqing@stocke.com.cn
证书编号	S1230523080011	证书编号	S1230524050006	证书编号	S1230523100001
研究助理：苏湘涵 何玉静 熊宇航 沈家悦 张轩					

➤ **回顾2024：全球政治、经济局势愈加动荡，我们面对的是百年未有之大变局。** 2024年全球大选年，主要经济体的内政外交政策多变，俄乌、中东地缘对抗风险居高不下，加大全球供应链断裂风险，生产和运输效率大大降低，主要国际组织再度下调全球经济增长预期。海外多国通胀高位降温，为货币政策转向提供了先决条件。SW有色金属指数震荡上行，前三季度基本金属/贵金属占优，四季度能源金属/小金属/新材料势起。

➤ **展望2025：周期风格友好度向上，拥抱金属投资两条主线——战略矿产价值重估+顺周期金属**

■ **总量思维看有色：**2025年周期风格友好度预计将在波动中向上运行，有色金属年度行业打分靠前，钢铁行业打分居中。

■ **2025年金属主线一：战略矿产资源价值重估。** 全球产业链重构为矿产供应链带来安全焦虑。特朗普再度上台或预示全球贸易保护主义倾向显著抬升。战略矿产下游往往又与“新质生产力”挂钩，大行情一定由新兴需求拉动。关注：**稀土磁材、钨、锡、锑、铀、锆、镓。**

✓ 稀土磁材：行业格局供需重塑，氧化镨钕的全球供给缺口或延续，料价格温和上涨。战略属性有望进一步拔高估值。

✓ 小金属：供需紧张强化资源属性，钨、锑、铀目前的供给约束困境短期内难以扭转，供需的边际扰动带来的价格弹性都较为显著，而权益端的表现则会更为激进。贸易摩擦凸显战略自主属性，钨、锑为中国优势资源，全球贸易保护主义抬升，板块估值或提升。

■ **2025年金属主线二：顺周期。** 2025年预计中、美货币财政共振宽松，经济顺周期利好上游工业金属价格。有色金属处于主动补库存阶段，行业景气度提升。特朗普上台将对中国商品加征高额关税，内需政策或发力，顺周期金属**铝、铜、钢**受益。

✓ 铝：资源属性推动减产潮，能源属性限制海外增产，供给矛盾尖锐，需求侧边际减量难扩大，电力/消费等需求提振，预计明年铝价有望新高。

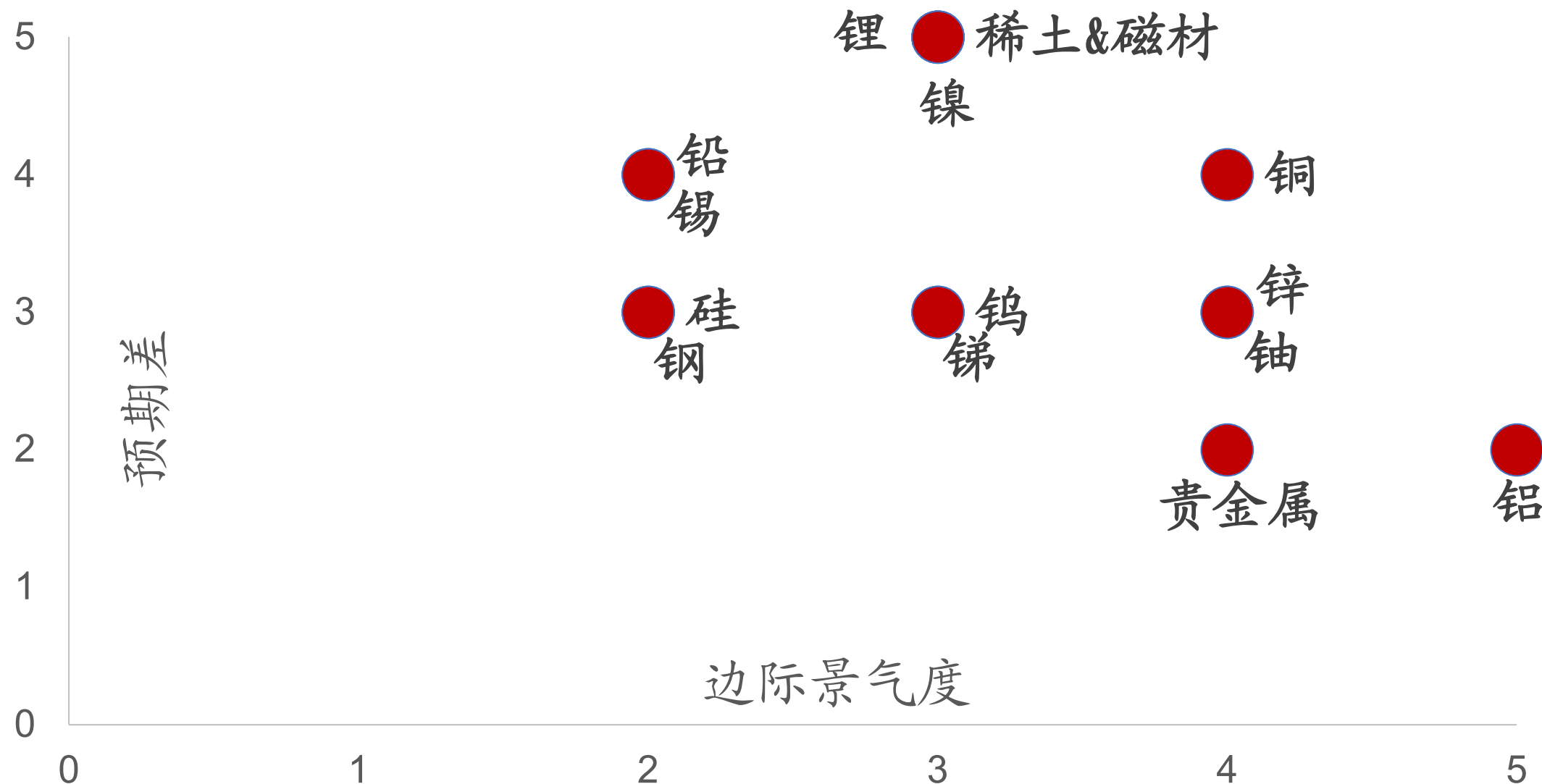
✓ 铜：预计明年铜矿供给增速仅2.2%，精炼铜需求增速约3.1%，供给紧张程度有望进一步加剧，支撑明年铜价中枢抬升。

■ **贵金属：**时代底色支持黄金中枢难降，相机抉择的核心在于降息路径、地缘政治与通货膨胀。

➤ **建议关注：****工业金属：**紫金矿业、金诚信、神火股份、中国宏桥；**能源金属：**华友钴业、天齐锂业、永兴材料；**贵金属：**赤峰黄金、招金矿业；**小金属及新材料：**北方稀土、金力永磁、华锡有色、中钨高新、中广核矿业、铂科新材、斯瑞新材；**钢铁：**久立特材、南钢股份。

风险提示：金属价格大幅波动；下游需求修复不及预期；行业供给超预期。

金属板块各子领域景气度、预期差点阵图



目录

CONTENTS

- 1 2024年复盘
- 2 2025年度行业机会挖掘
- 3 选股思路
- 4 推荐组合

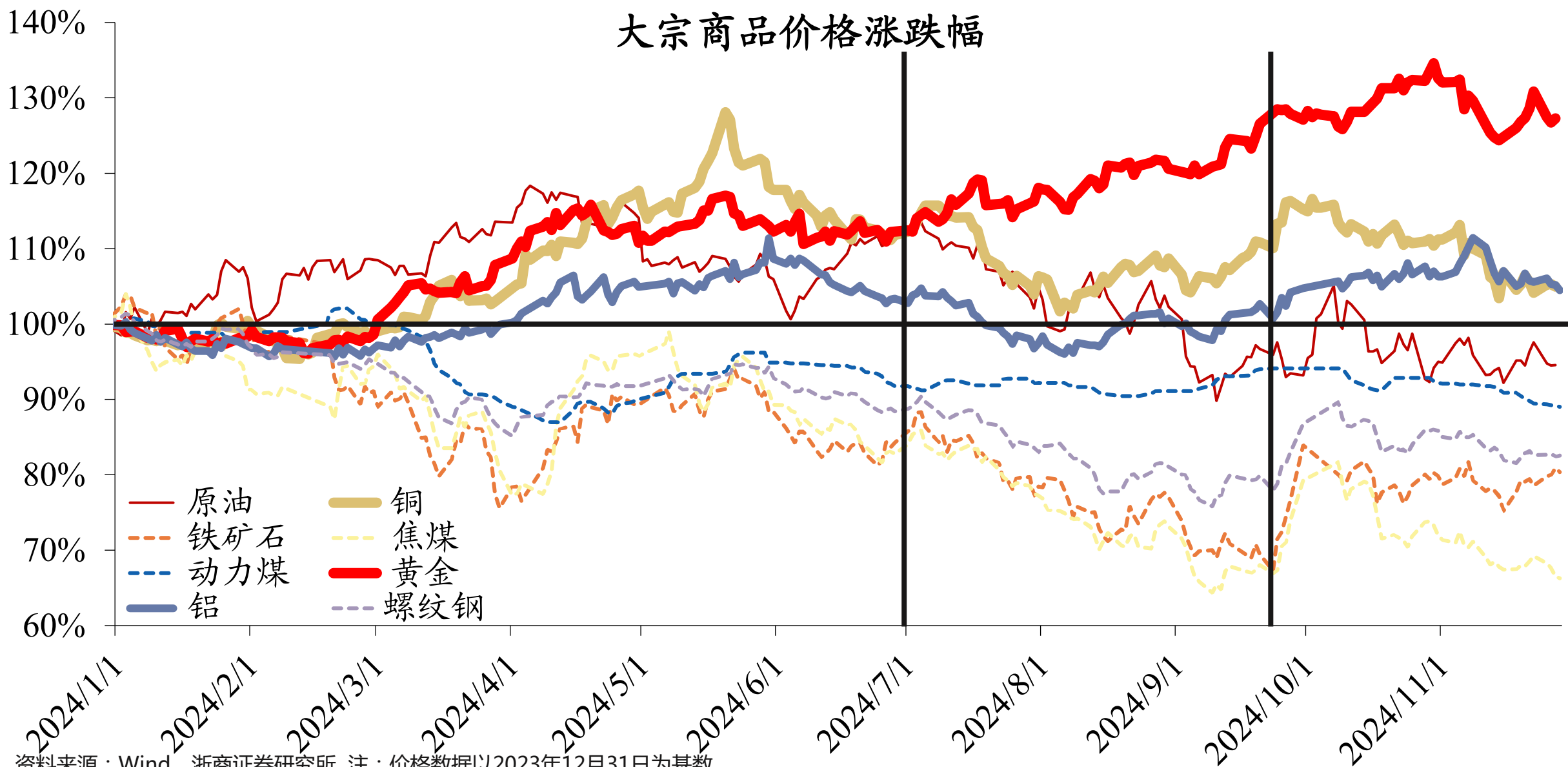
1

2024年复盘

- **回顾2024年，全球政治、经济局势愈加动荡，我们面对的是百年未有之大变局。** 2024年是全球大选年，主要经济体的内政外交政策多变，俄乌、中东地缘对抗风险居高不下，加大全球供应链断裂风险，生产和运输效率大大降低，主要国际组织再度下调全球经济增长预期。海外多国通胀高位降温，为货币政策转向提供了先决条件。
- **有色金属指数行业指数震荡上行，板块内部出现分化。** 截止2024年10月底，申万有色金属行业指数本年度涨幅9.7%，沪深300指数涨幅13.4%，上证A股指数涨幅10.2%，有色行业指数跑输上证指数0.5pct。全年金属价格整体上处在高位运行，但细分来看，有色板块内部出现分化：
- ◆ **工业金属：** 全年两轮上涨，两轮回调。3-5月第一轮上涨来自供需表现超预期；7-8月，美联储鹰派发言+市场交易美国衰退预期，工业金属整体下跌；9-10月第二轮上涨来自政策超预期，美联储降息周期开启+国内政策刺激；11月美国大选结果落地，美元指数走强压制价格。
 - ◆ **能源金属：** 锂镍震荡寻底。3-5月锂价、镍价处于全年高点，主因新能源终端需求边际走强，锂镍供应短期受限；5-9月锂镍震荡向下，锂因供给端扰动解除，镍因菲律宾雨季后生产恢复和RKAB审批加快。10月起，锂价受终端需求强劲+澳矿减产刺激中枢上移。
 - ◆ **贵金属：** 美联储降息从预期到落地，叠加上半年工业金属走强和美国通胀预期抬升，使得贵金属的商品与权益板块整体在全年共振走强。但值得注意的是，衰退交易和特朗普交易在下半年也边际带动了贵金属商品与权益的走势分歧。
 - ◆ **稀土：** 1-4月稀土先弱后强，系供给边际收紧+上游挺价，但权益弹性高于商品；5-8月，需求弱势，叠加缅甸进口增长，板块悲观；9月以来，全年供给紧张得到数据验证，伴随传统旺季带动需求增长，叠加特朗普交易升温，基本面与题材共振，稀土权益板块强势反弹。
 - ◆ **小金属：** 供给侧约束较强，扰动频发，战略资源属性逐步显现，钨、锑价格全年强势；天然铀现货价年初冲破100美元/磅U3O8回落至80-90美元/磅U3O8横盘震荡。
- **随着主要大国争夺关键资源能源、确保安全供应及主导能源结构转型的博弈不断升级，粮食、金属矿产资源等全球初级产品的供求持续处于严重失衡状态，初级产品价格波动风险和供应链风险更加凸显。** 此外，受应对气候变化等因素影响，资源能源的低碳化、绿色化发展成为潮流。低碳经济发展继续推升对铜、锂、稀土等的需求，并加剧大国对稀有资源的争夺。

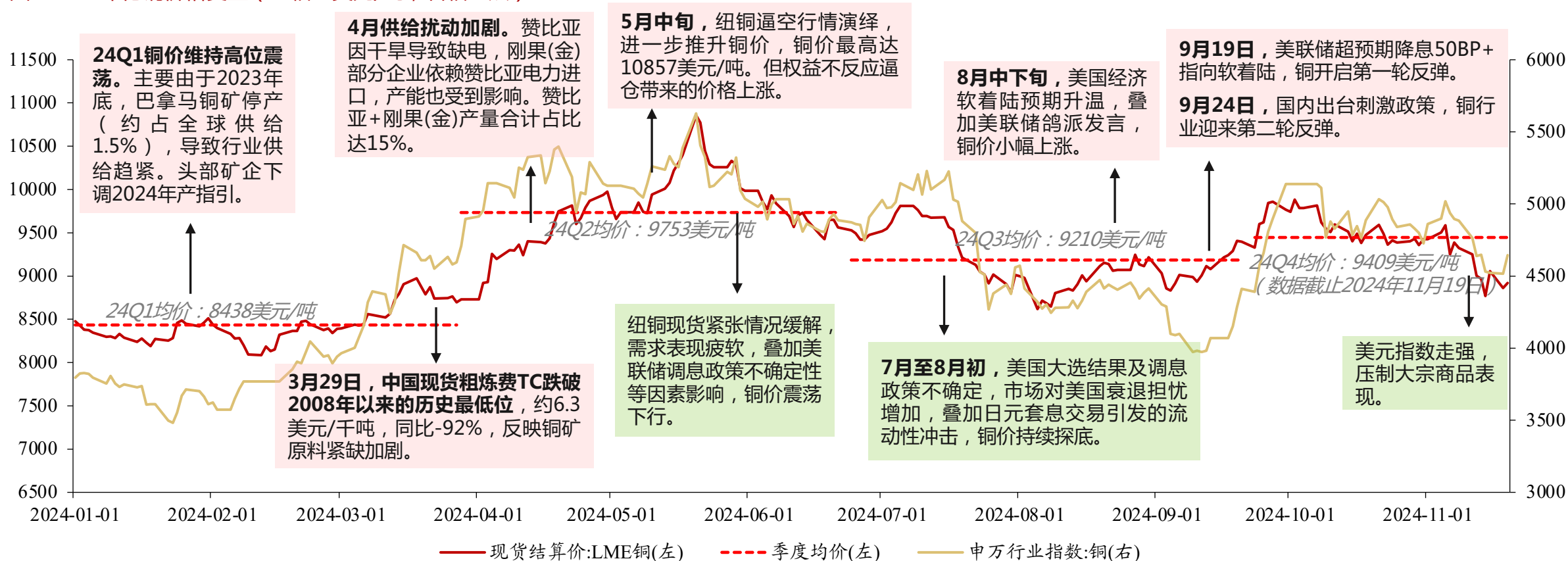
资金配置视角看大宗：“多有色、空黑色”与“衰退交易”的切换

大宗商品价格涨跌幅



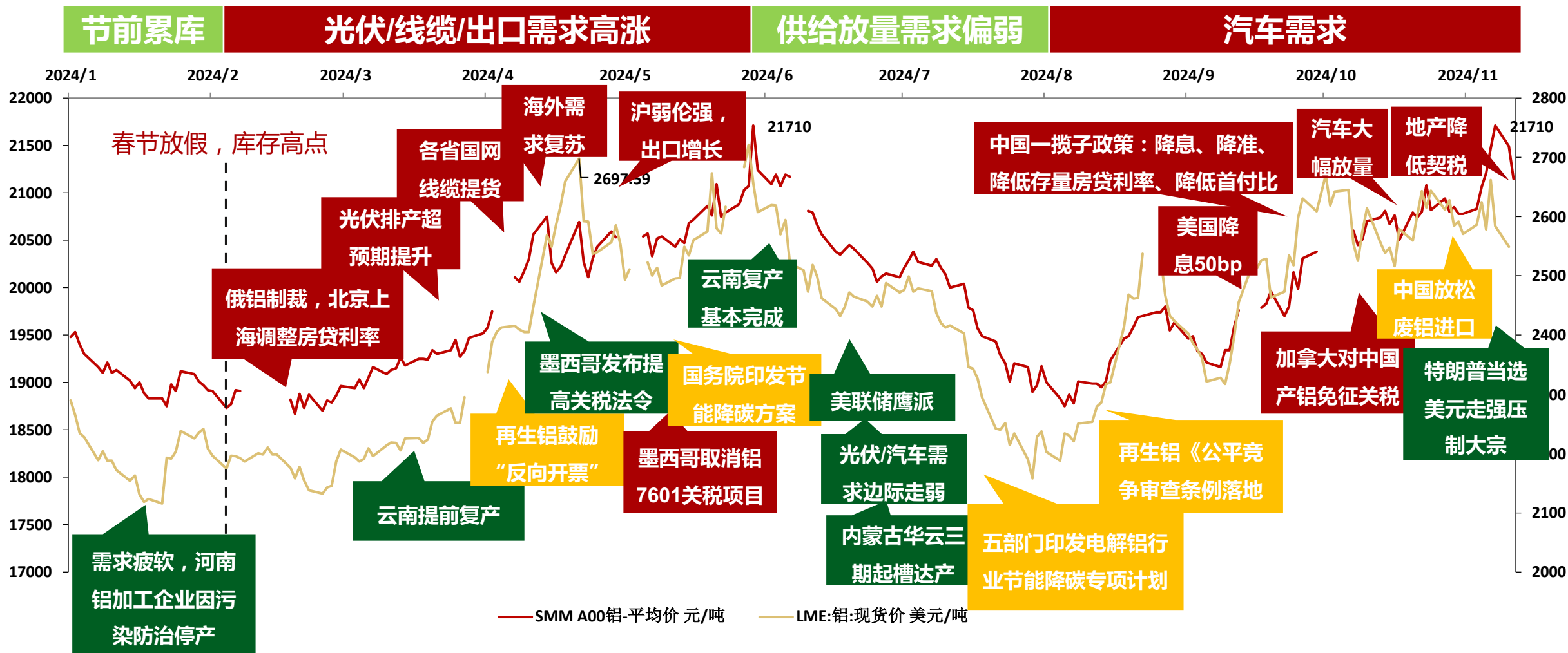
- **铜价表现**：截止2024年11月19日，2024年伦铜现货均价约9175美元/吨，同比+8%。24Q4伦铜现货均价达9409美元/吨，环比+2%。
- **业绩总结**：2024年前三季度，铜板块主要A股公司归母净利润合计462亿元，同比+49%。
- **行情复盘**：从商品角度来看，2024年铜价主要的两轮行情分别来自供给收缩超预期、政策刺激超预期；权益市场趋势基本与商品市场趋势一致。我们认为全年价格中枢的抬升仍由供需格局决定，而下半年由宏观事件主导价格节奏，下游需求传统的淡旺季一定程度被打破，显性库存与铜价相关性较弱。

图：2024年伦铜价格复盘（左轴：美元/吨，右轴：点）

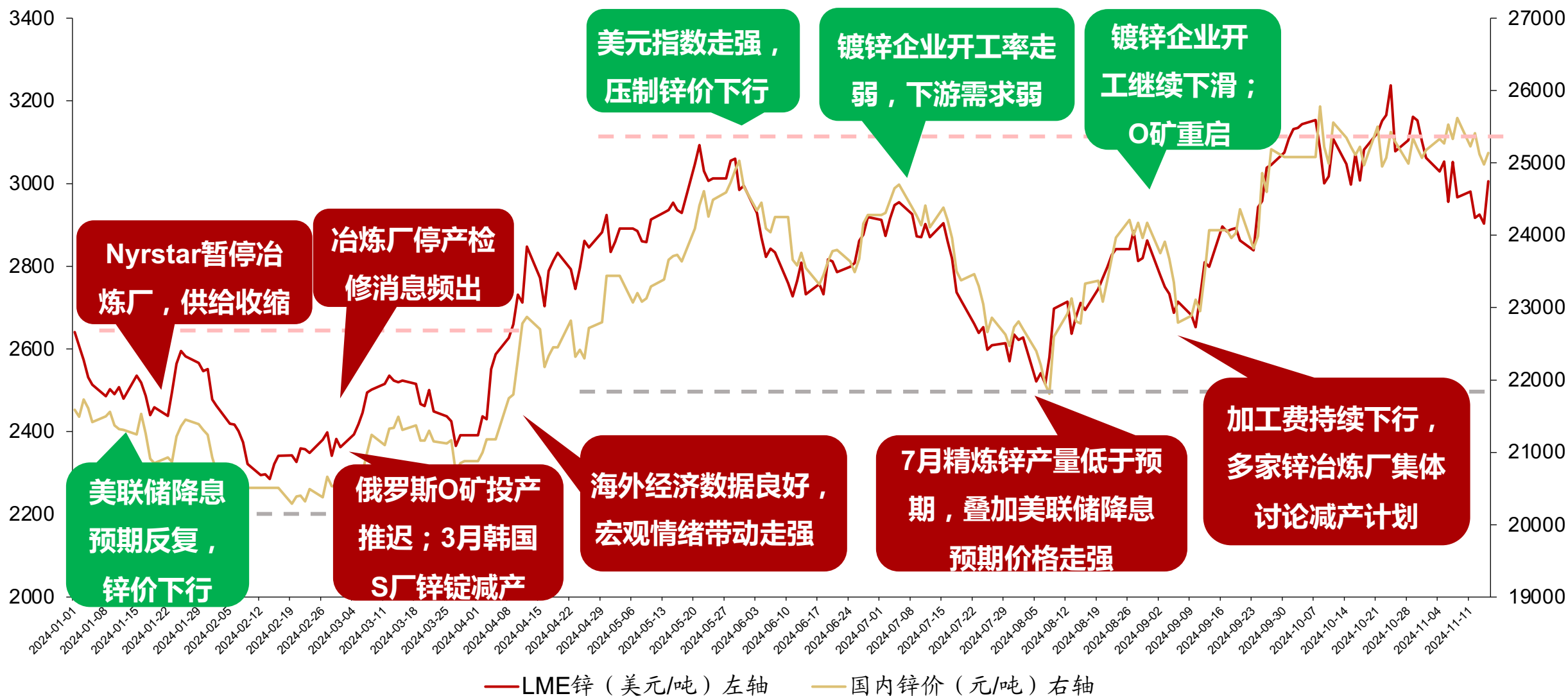


1.2 2024铝价复盘：外需提振上半年，内需主导下半年

➤ 全年主线：下游分化供需博弈，大起大落中枢上移，多轮驱动后劲十足。



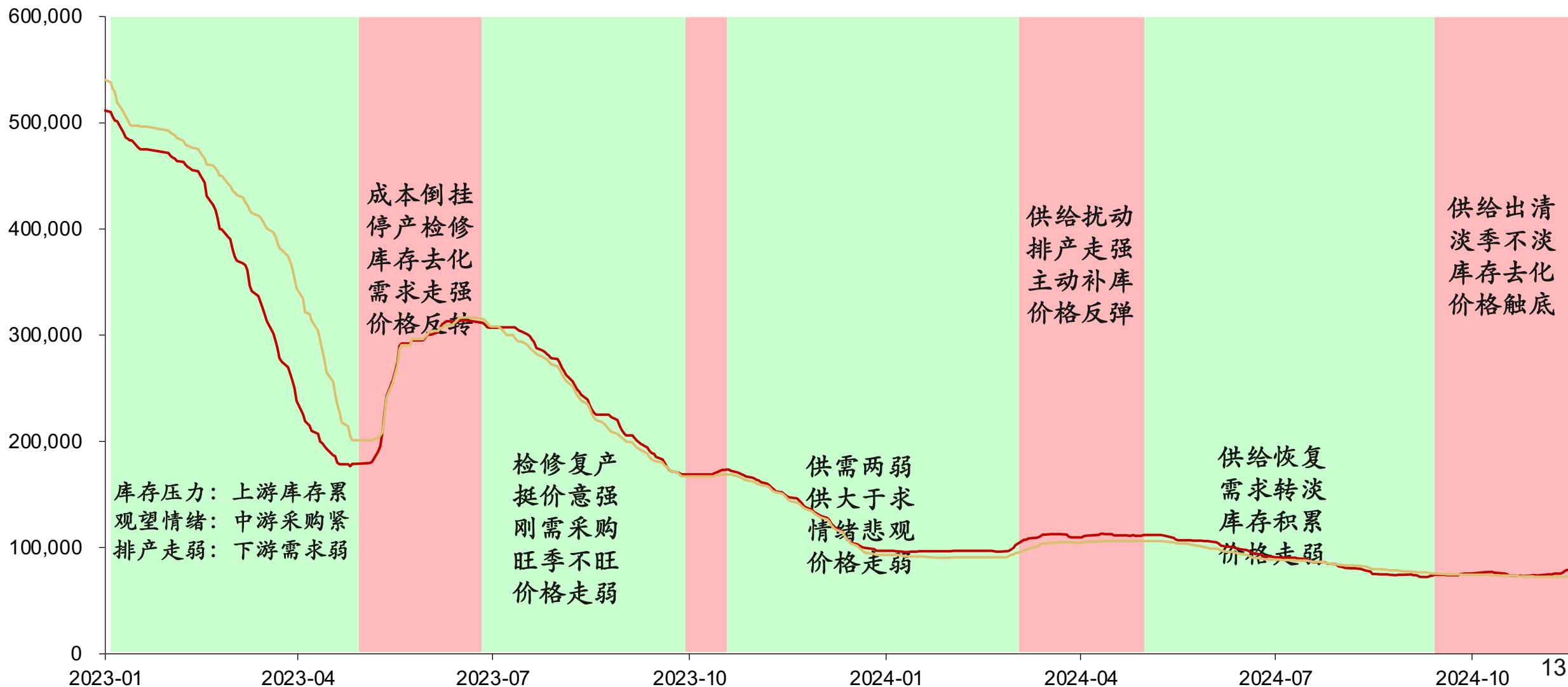






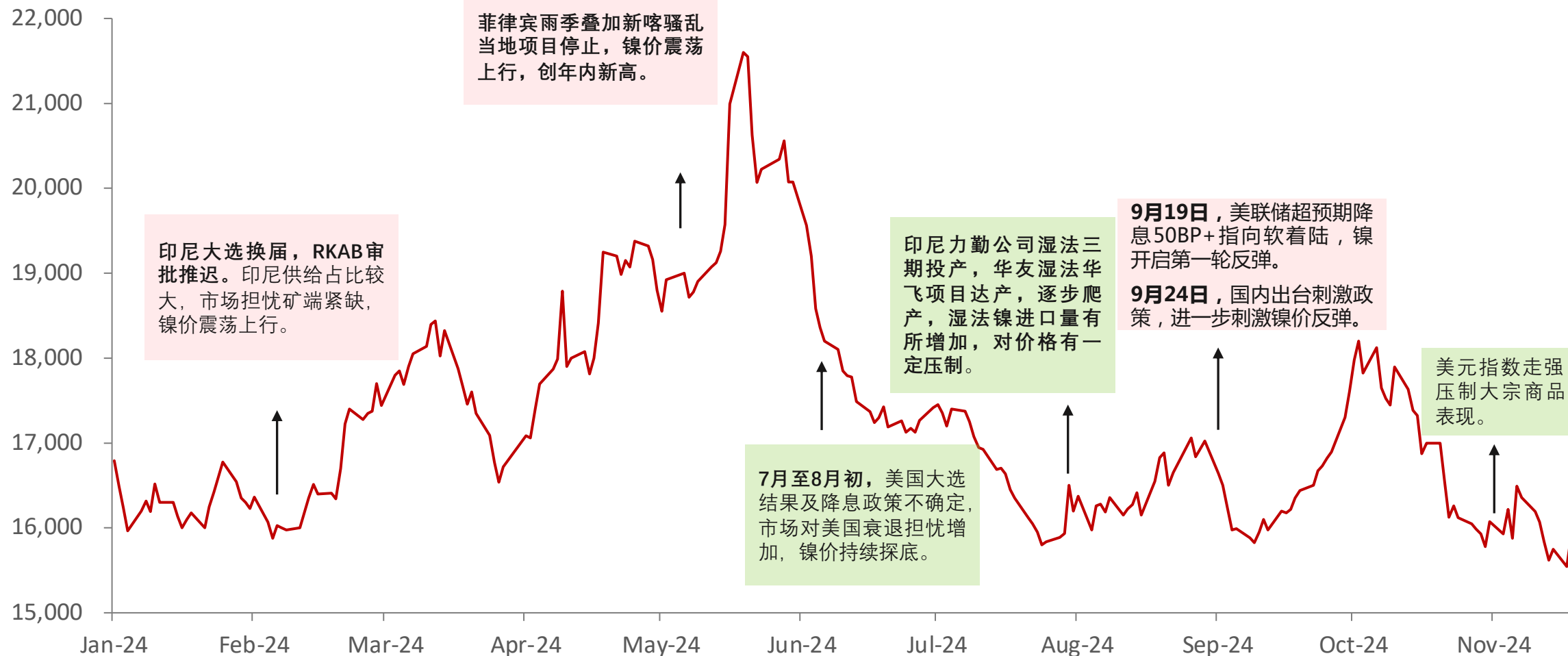
图：锂盐价格走势（元/吨）

— 电池级碳酸锂 — 电池级氢氧化锂(微粉)



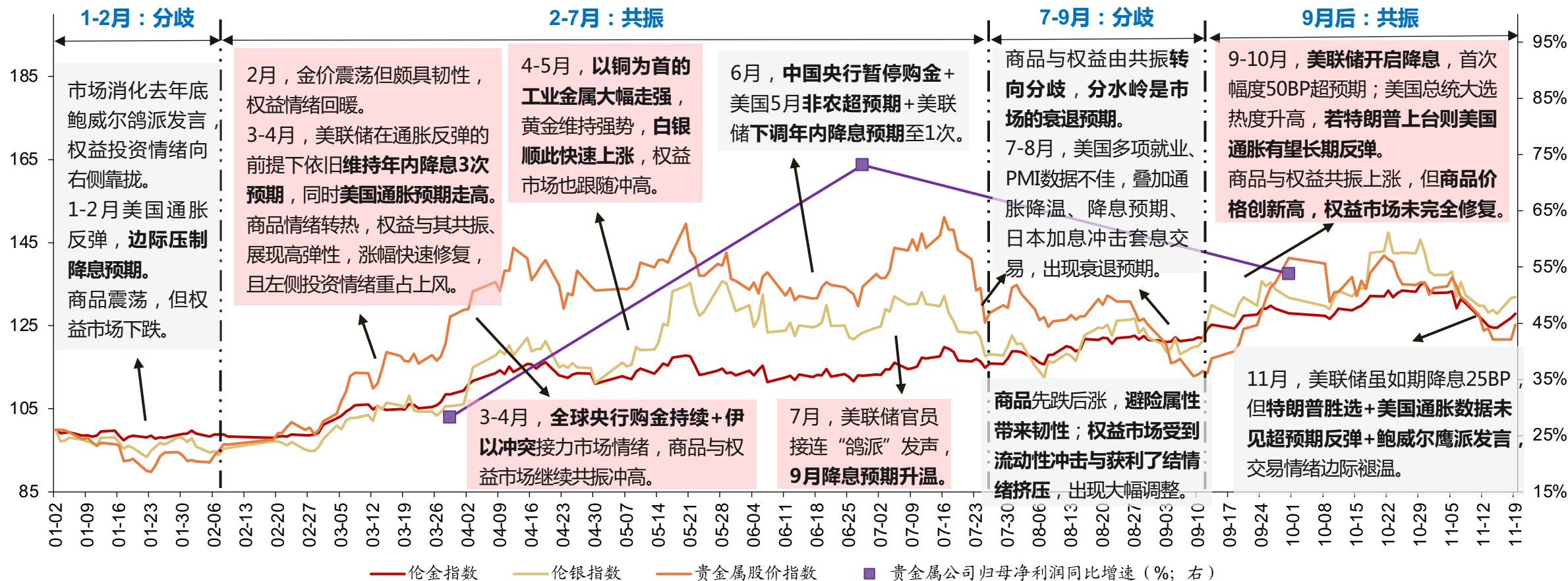
资料来源：SMM，安泰科等，浙商证券研究所

LME镍收盘价（美元/吨）



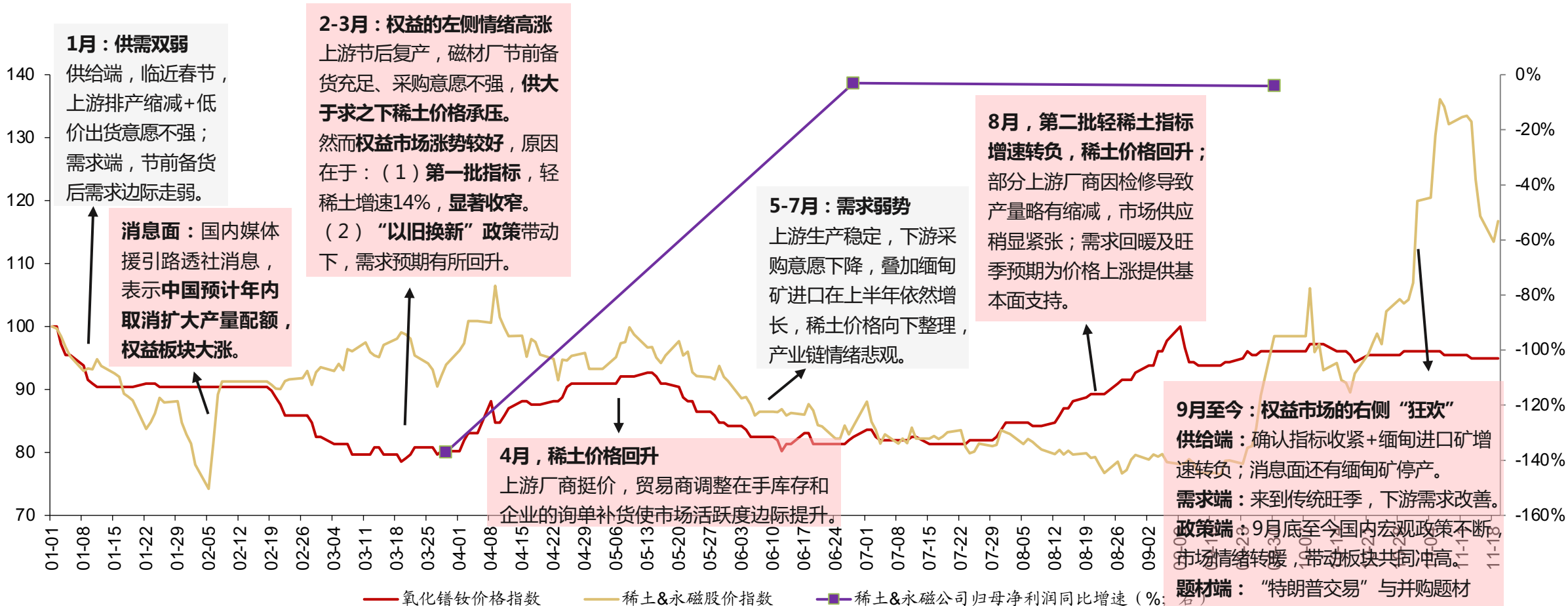
贵金属处于强势周期，商品价格、板块业绩、股价表现全年走强

- **商品逻辑**：以美国为主的、由经济数据催化的政策现实和预期，会显著影响金价，白银则因金融+商品双属性还跟随工业金属价格，偶与金价背离。
- **权益逻辑**：权益市场业绩与股价对商品有明显的正敞口，但投资情绪会在左侧和右侧之间拉扯，因此股价对“预期”的交易节奏也会在前置和后置之间变动，故商品（尤其是黄金）与权益市场会出现共振，也会出现分歧。



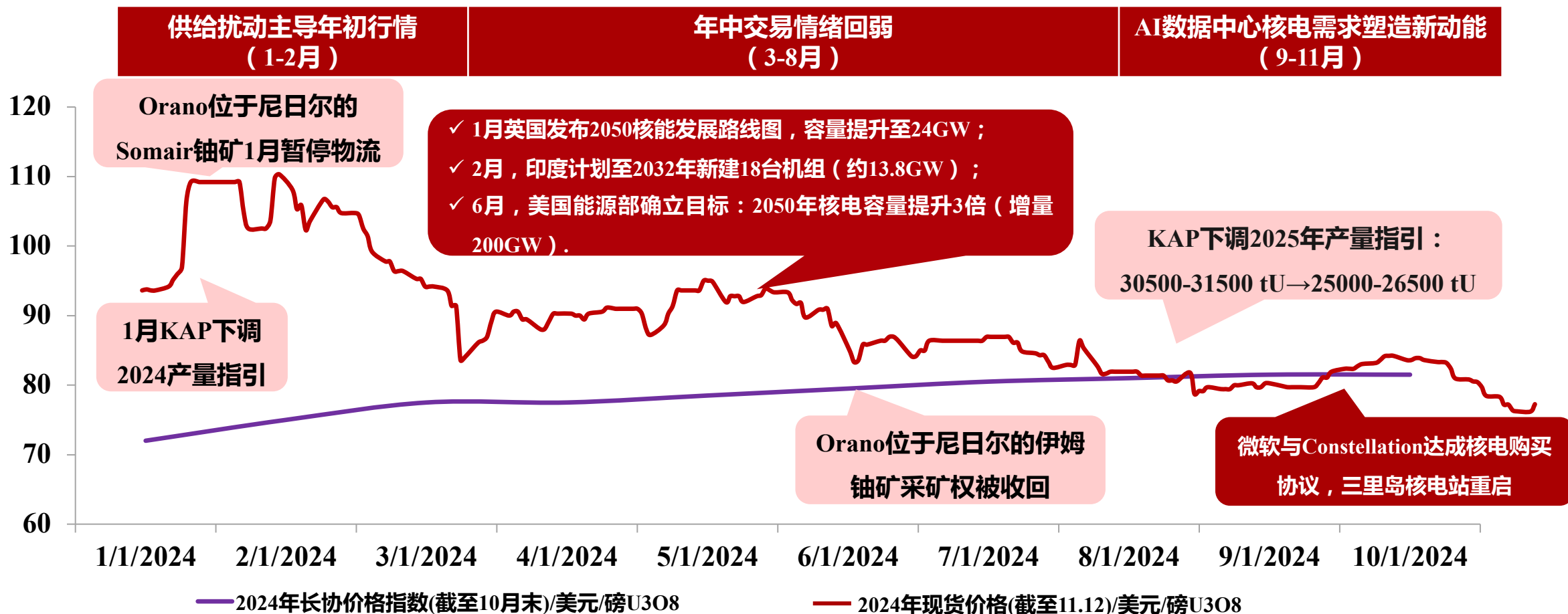
资料来源：Wind，财联社，汇通财经，安泰科，浙商证券研究所（注：图中指数均以2024年初数据为基点100；其中贵金属股价指数为根据我国主要贵金属上市公司股价计算，并每日进行总市值加权）

- **商品逻辑**：氧化镨钕的供给中国指标为主、海外进口矿和回收端为辅；终端需求以新能源汽车、EPS、风电、空调、智能手机等领域为主；上游与终端之间，由钕铁硼串联起来。若需求大于供给，则利好商品价格；若供给大于需求，则利空商品价格。
- **权益逻辑**：权益市场业绩与股价对商品有明显的正敞口；就2024年而言，稀土永磁权益市场的投资情绪先左侧、后右侧，宽幅震荡后整体上行。

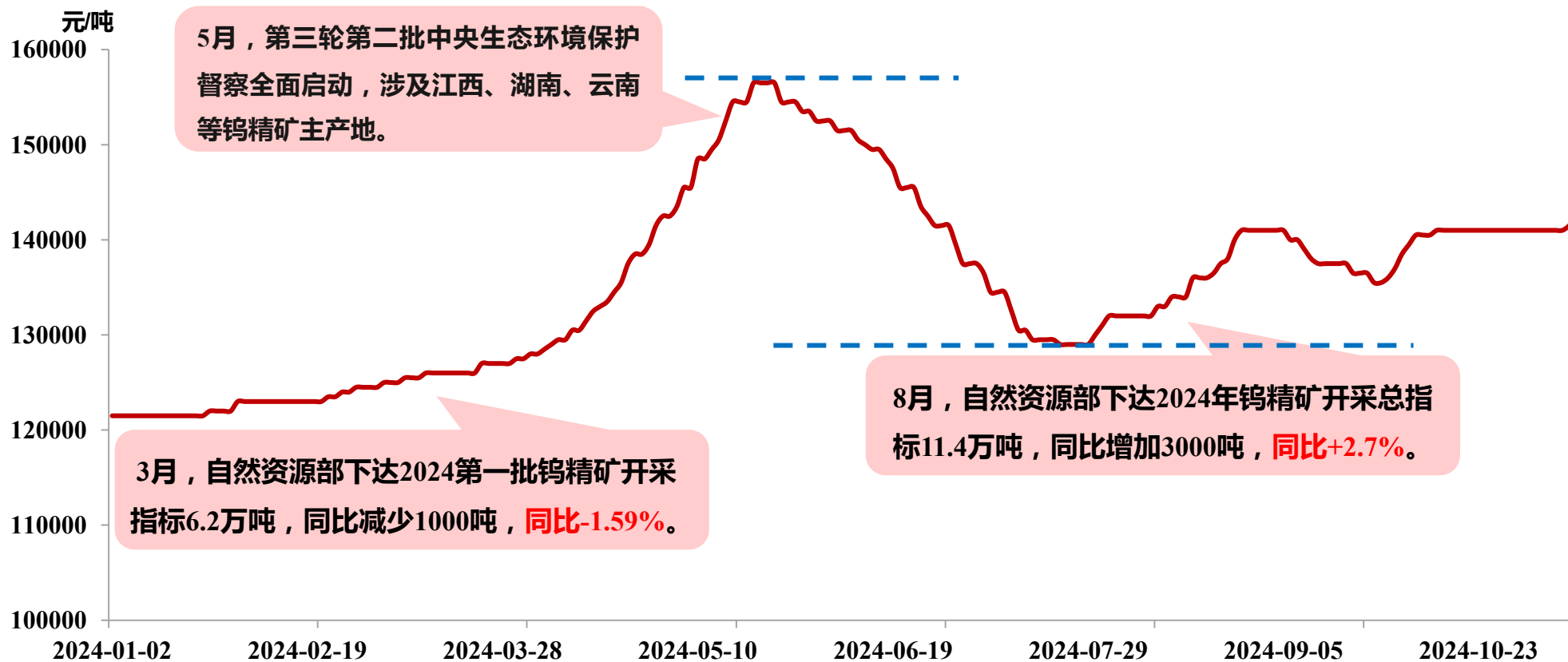


资料来源：Wind，安泰科，财联社，金融界，浙商证券研究所（注：图中指数均以2024年初数据为基点100；其中稀土永磁股价指数为根据我国主要稀土&永磁上市公司股价计算，并每日进行总市值加权）

- 2024年，天然铀长协价格始终稳步提升，现货价格则在年初冲高后逐步回调至80-90美元/磅U3O8，长协与现货价差不断缩小；
- 年初（1-2月）现货延续23Q4强势，供给端收缩扰动频发，缺货情绪持续蔓延；3-8月供需边际扰动情绪均回落，叠加6-8月海外夏休贸易情绪偏弱，价格始终横盘偏弱运行，至8月末，现货一度跌破长协价格，出现倒挂；
- 9月以来，贸易情绪恢复助推现货铀价温和回暖，至10月末受美国大选结果临近影响，贸易商行为偏谨慎，价格再度回落至80美元下方。



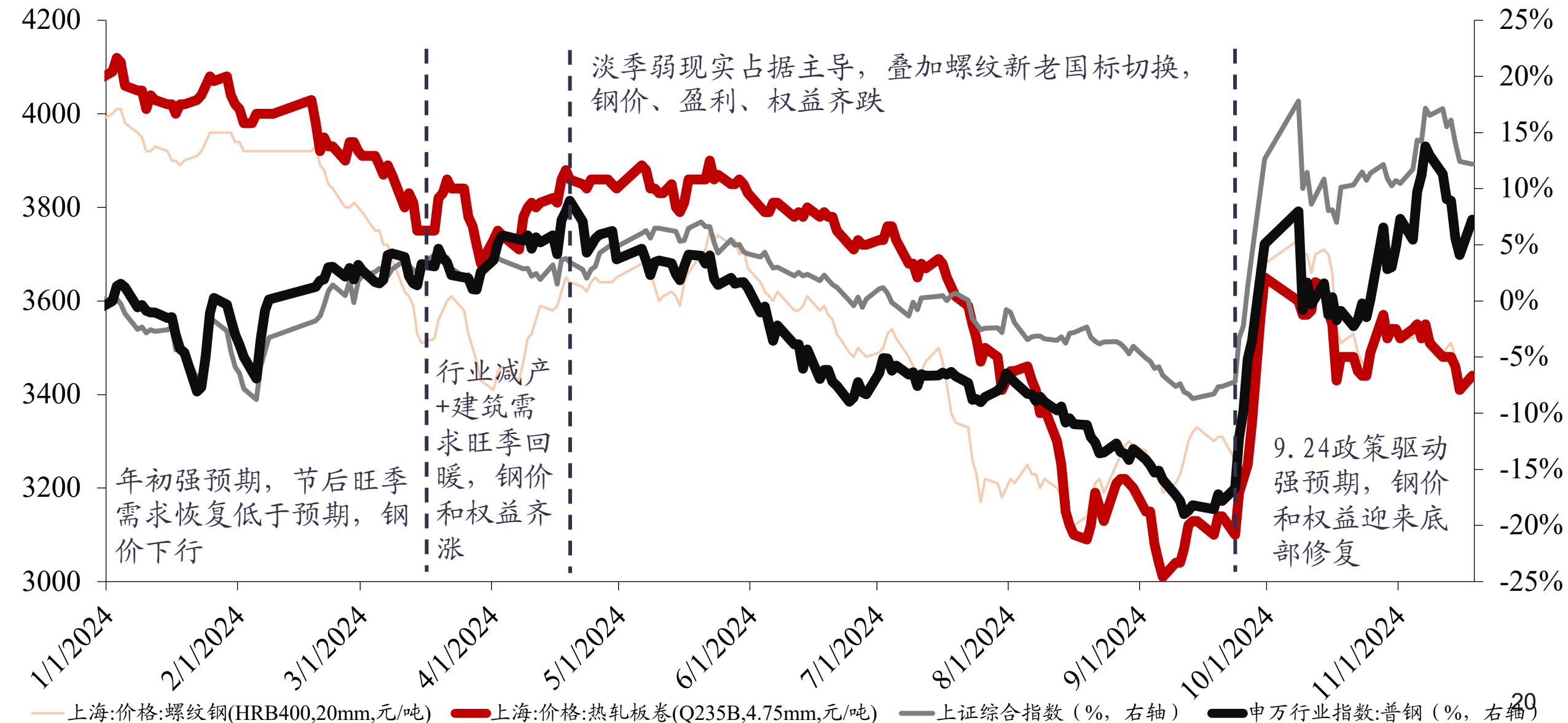
- 2024年，钨矿价格整体维持强势，在下游需求偏弱的情况下，供给侧持续收紧推动钨价中枢抬升。
- 1-5月钨精矿价格从12.2万元/吨持续上行至15.7万元/吨；6-7月，因下游需求负反馈，钨价回调至12.9万元/吨并企稳；7月起钨价再次震荡上行。截至11月12日，中国钨精矿价格达14.25万元/吨，接近2011年15.9万元/吨的历史高位。



- 2024年，锑价大幅上行，锑精矿价格从年初约7万/吨，自4月起大幅上行至12-14万/吨高位区间，并强势维持至年末；
- 受供给侧频发扰动影响，“紧缺”成为锑今年的故事主线：环保督察、矿山事故造成生产端持续收紧，进口端受重要来源国俄罗斯极地黄金产量及其出口限制影响而呈现弱势；中长期看，供给侧的紧缺或将延续，从而塑造锑价的长牛走势。



宏观主导钢价走势，“强预期”与“弱现实”的博弈



2

**2025年度机会挖掘：
战略矿产+顺周期金属**

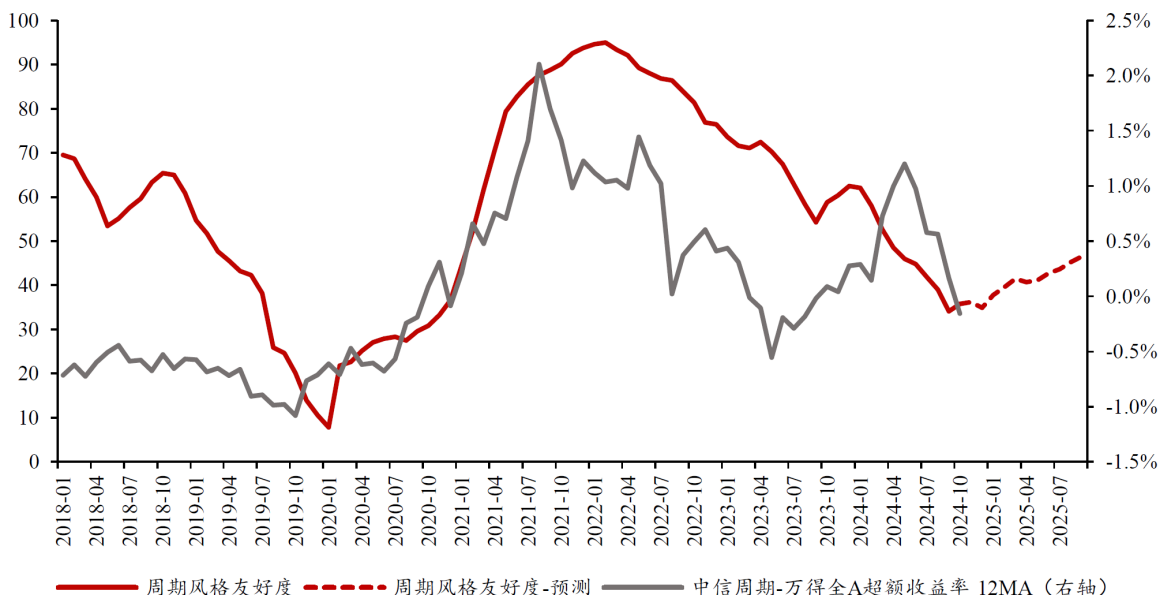
2025年周期风格友好度趋势向上

- **关于周期风格友好度**：浙商策略团队利用CPI/PPI剪刀差、滞销指标、货币缺口指标，构建的周期风格友好度指标与“周期风格超额收益率”具有较强相关性。

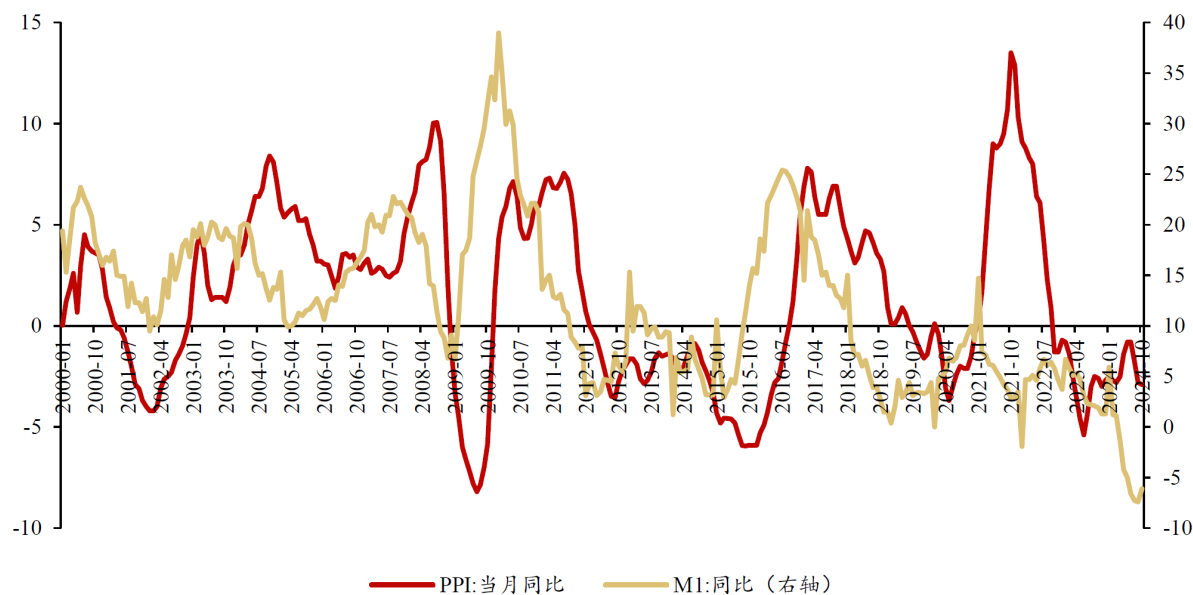
$$\text{周期风格友好度评分} = f(-\text{CPI/PPI 剪刀差} - 0.4 * \text{滞后 6M 的滞销指标} - 0.8 * \text{货币缺口指标})$$

- **周期风格友好度预测**：周期风格友好度与CPI/PPI剪刀差、滞后的滞销指标、货币缺口指标均为负相关，预计2025年CPI/PPI剪刀差将逐步收窄，滞销指标略有下行，货币缺口指标先上后下。**综合来看，2025年周期风格友好度预计将在波动中向上运行，主要受PPI价格回升预期和金融条件宽松所带动。**逻辑上看，CPI/PPI剪刀差收窄，有助于扩大上游原材料企业的利润空间；货币缺口指标走弱，金融周期越友好，有利于周期品的金融属性表达。

图：预计2025 年周期风格友好度温和向上运行



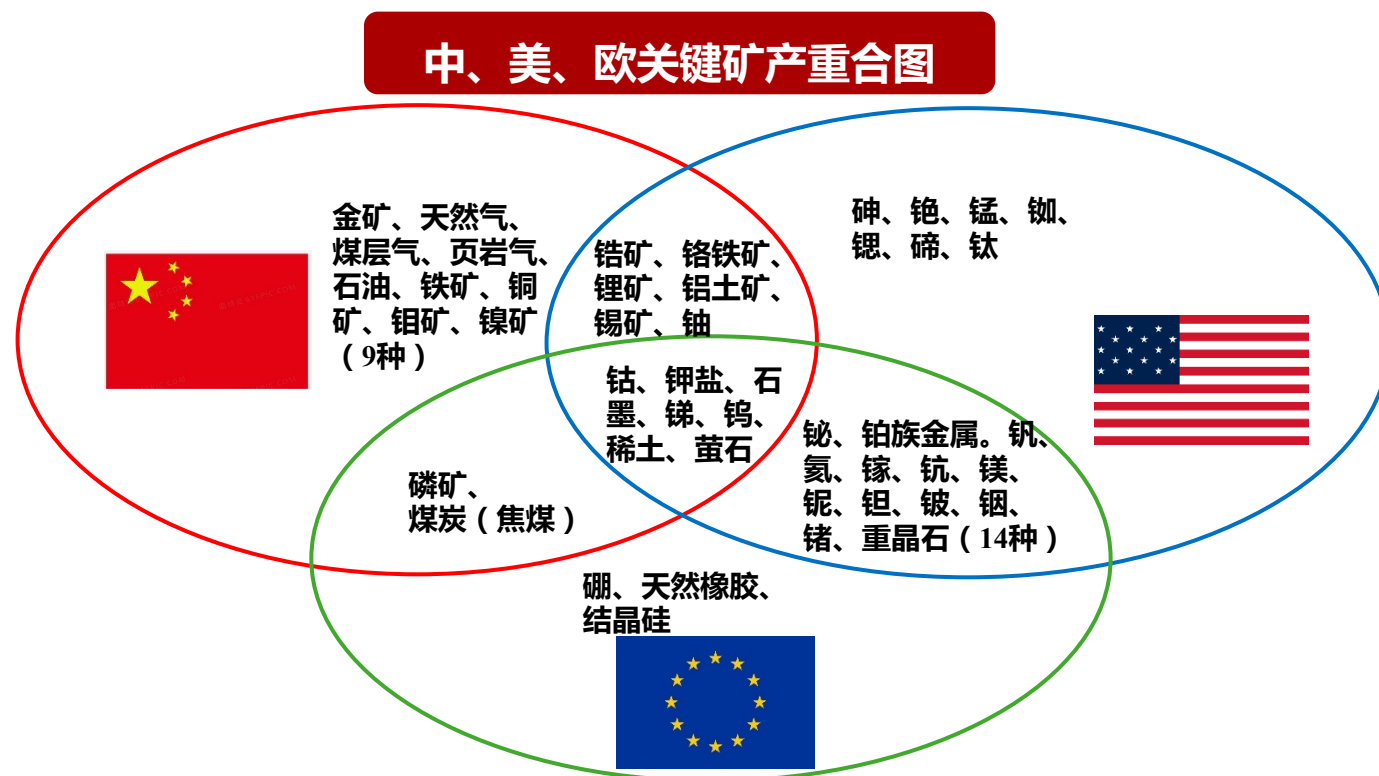
图：M1 领先于PPI，金融周期宽松有利于上游周期品价格表现，%



图：年度行业打分表结果

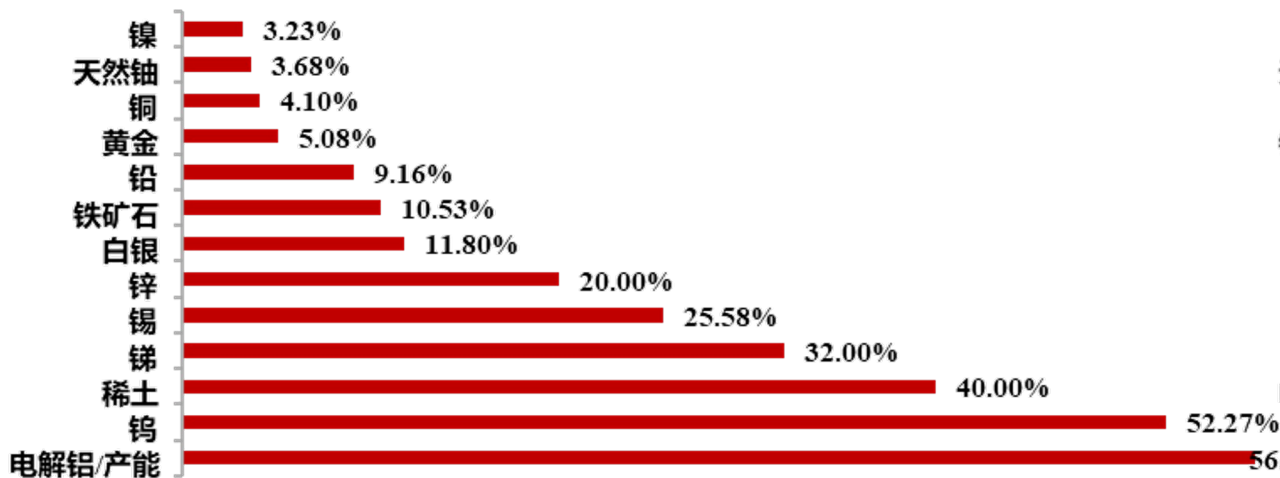
新3D行业中期比较	1、宏观与风格影响排名	2、三年景气趋势排名	3、估值提升空间排名	+主观附加分排名	主客观综合排名：
主观权重	20%	30%	20%	30%	100%
电力设备及新能源	7	2	19	4	1
国防军工	9	3	23	3	2
有色金属	1	9	15	11	3
机械	5	5	22	10	4
基础化工	1	4	11	22	5
通信	8	17	8	9	6
电子	14	6	30	2	7
建材	1	7	10	24	8
房地产	18	1	14	16	8
计算机	9	11	24	6	10
汽车	5	12	29	5	11
非银行金融	18	25	4	1	12
钢铁	1	8	6	30	13
医药	18	13	12	12	14
食品饮料	27	21	1	7	15
建筑	15	22	2	17	16
传媒	18	10	20	15	16
银行	23	20	16	8	18
消费者服务	27	15	17	13	19
交通运输	17	23	5	20	20
轻工制造	13	14	13	28	21
家电	26	28	3	14	22
煤炭	9	19	26	20	23
纺织服装	22	16	9	27	24
商贸零售	25	26	7	18	25
石油石化	9	27	21	26	26
农林牧渔	24	24	18	23	27
电力及公用事业	15	30	25	19	28
综合	27	18	27	28	29
综合金融	27	29	28	25	30

- 在当下逆全球化背景下，国际经贸摩擦、地缘政治动荡加剧使得全球供应链加速分化与重构，全球价值链外延式扩张正在加速放缓，各国开始出现较为明显的产业链收缩趋向。全球供应链的关注点从“成本与效率”转向“安全与稳定”，而全球产业链重构为矿产供应链带来**安全焦虑**。
- 特朗普再度上台或预示**全球贸易保护主义**倾向显著抬升。特朗普的再度当选使得市场“特朗普交易”活跃，而其本任期的执政方案或会延续其上一任期的风格，即施行严苛的关税政策，开启新一轮中美贸易摩擦。
- 战略矿产金属下游往往与“**新质生产力**”挂钩。需求定方向，金属大行情机会一定是新需求推动，供给只是决定弹性。
- 综上，我们认为2025年金属行业第一条可布局的主线即：具备“**战略资源**”属性的金属品种。

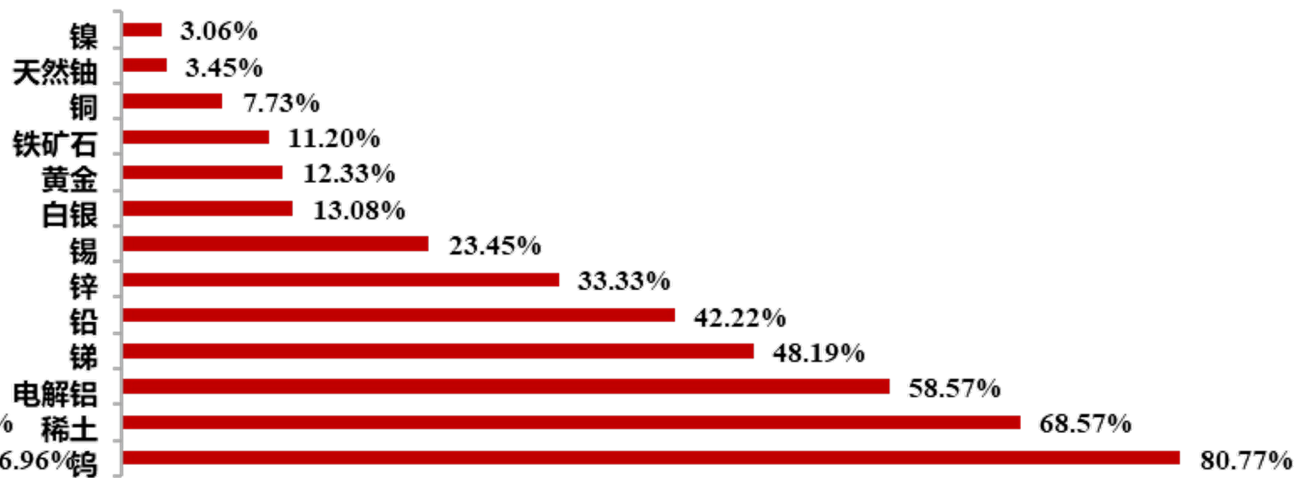


- 从中国“战略自主资源”属性出发，我们梳理了中国各类金属资源量与产量在全球的比重，中国战略资源属性突出的金属品种主要包括：稀土、锑、钨；
- 中国战略自主资源品种：稀土、钨、锑中国储量占比分别为40%、52.27%、32%，产量占比则达到68.57%、80.77%、48.19%；
- 推荐关注：1）稀土磁材：北方稀土、金力永磁、宁波韵升；2）钨、锑：中钨高新、章源钨业、华锡有色、华钰矿业、湖南黄金。

中国主要金属品种全球储量占比



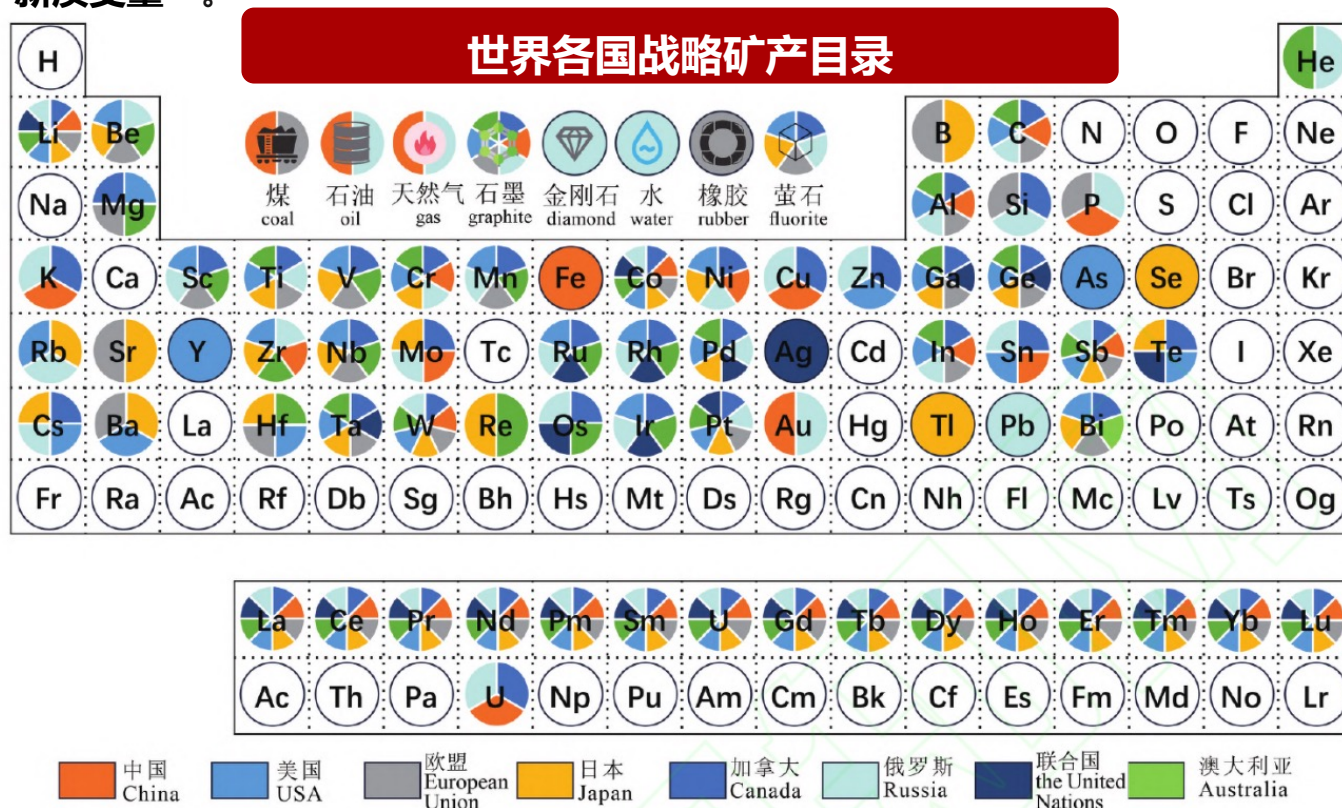
中国主要金属品种2023年产量全球占比



注：1）铝储量数据采用电解铝产能占比；2）铂族金属采用钯和铂金属合计数据；3）钛采用海绵钛口径；4）天然铀储量数据为2021年口径数据、产量为2022年口径数据。

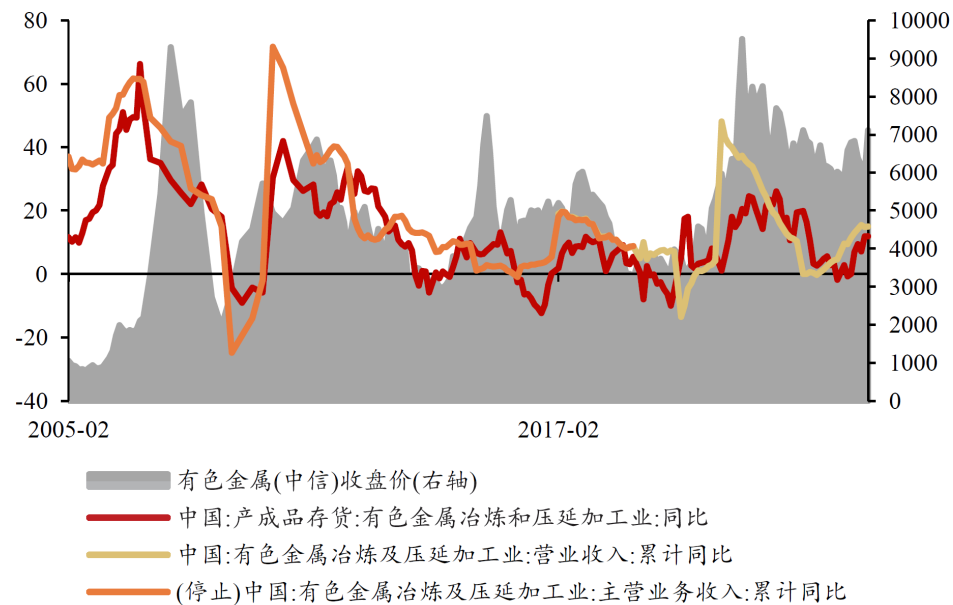
资料来源：USGS，WNA，浙商证券研究所

- 当前全球正在经历新一轮战略性新兴产业与未来产业发展，我国也正加速建设“新质生产力”，战略矿产的内涵也在不断扩展：许多战略金属在传统领域用量较少，“新质生产力”的崛起有望逐步打开此类“战略小金属”的需求新空间；
- 稀土磁材：人形机器人塑造新需求，高性能钕铁硼是机器人伺服系统核心材料，人形机器人的快速发展将为稀土磁材带来新的需求增长点；
- 锑：锑下游消费结构中传统阻燃行业占比最高，达53%；锑是光伏澄清剂的必须元素，因此其在光伏领域的用量伴随产业与技术进步快速提升，应当说光伏玻璃领域是锑最重要的“新质变量”。

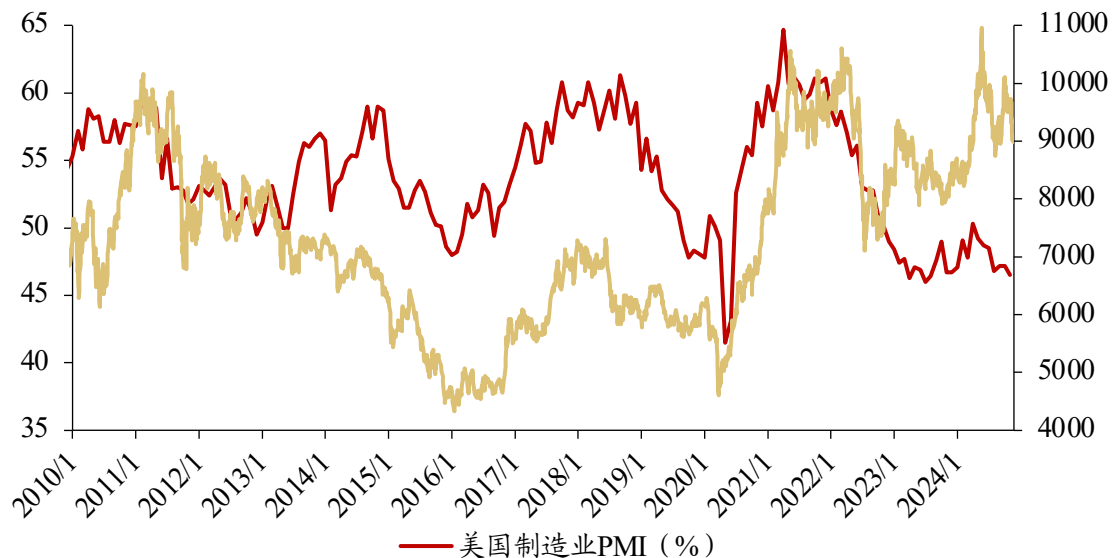


- **政策转向宽松——经济顺周期**：2025年预计中、美货币财政共振宽松，经济顺周期利好上游工业金属价格。
- **库存周期——主动补库**：有色金属产成品库存同比增速和营收累计同比增速趋势性向上，主动补库存阶段，行业景气度提升。
- **特朗普交易——以“我”为主**：特朗普上台或对中国商品加征高额关税，出口链有压力情况下，内需政策或发力，相应地顺周期金属铝铜钢受益。

图：有色金属行业处于主动补库存阶段(%、点)



图：LME3个月铜价格与美国制造业PMI正相关



2025年铝：从能源载体&资源属性理解铝板块供给

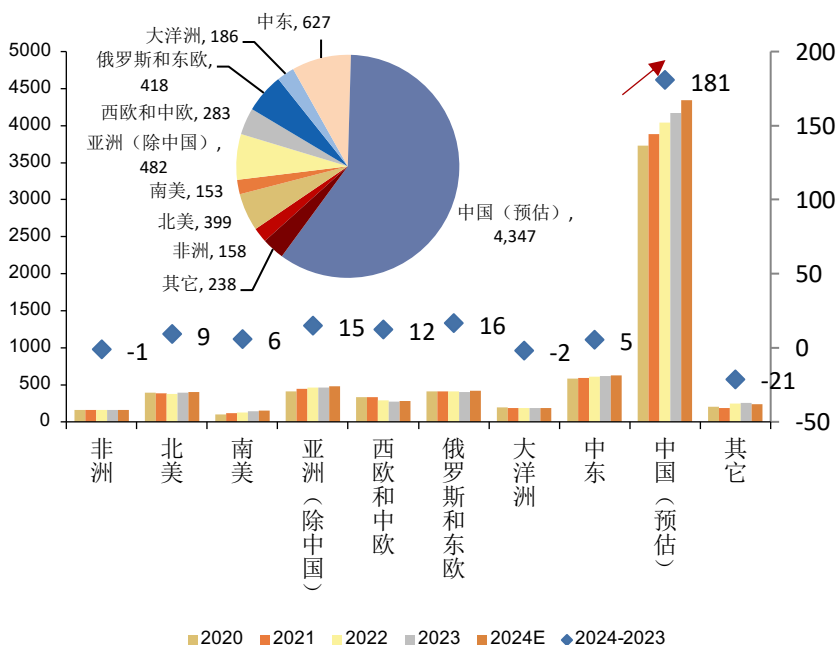
全球格局形式理解

➤ **能源载体**：单吨电解铝生产需求13500度电，电解铝产能建设需要配套大型火电/水电（或其它可持续电力）机组，投资额大能耗高。国内供给侧改革+节能降碳方案锁定产能红线，严限新增，而2024年复产产能基本全数得到释放；海外东南亚地区成为增产主力，然而中国承诺“不对外建设煤电项目”，新能源电力难以独立承接电解铝用电需求，全球电解铝产能增速受到制约；

资源属性：铝土矿资源紧缺带动氧化铝成本抬升，或将带来新一轮减产潮。根据我们统计，目前电解铝企业减产叠加延期复产的约7例，减产产能约80万吨，但是目前亏损产能已达到约30%，潜在减产产能较大；

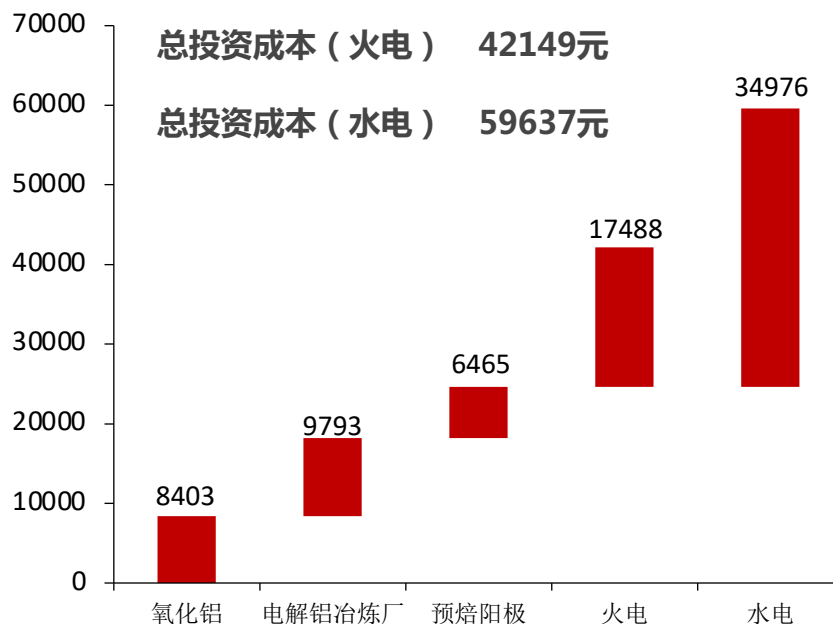
图：全球电解铝核心增量

——以中国云南复产为主（国内复产已基本全部释放）



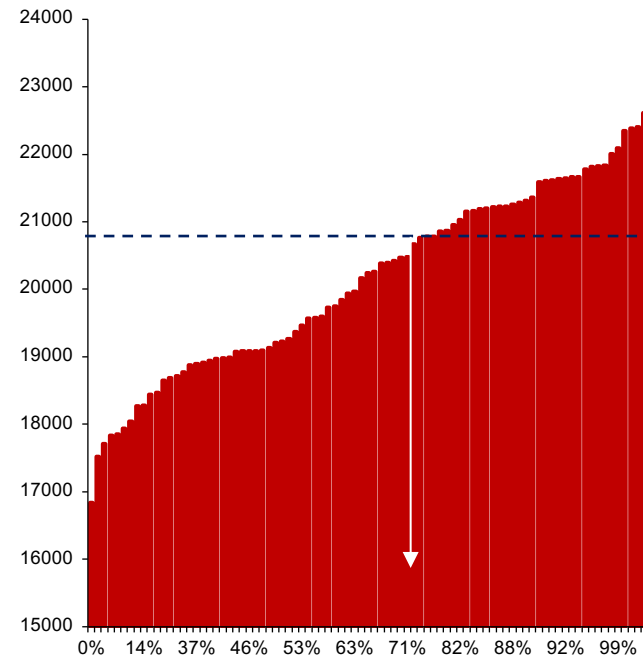
图：印尼单吨电解铝投资成本（元/吨）

——新增产受电力制约



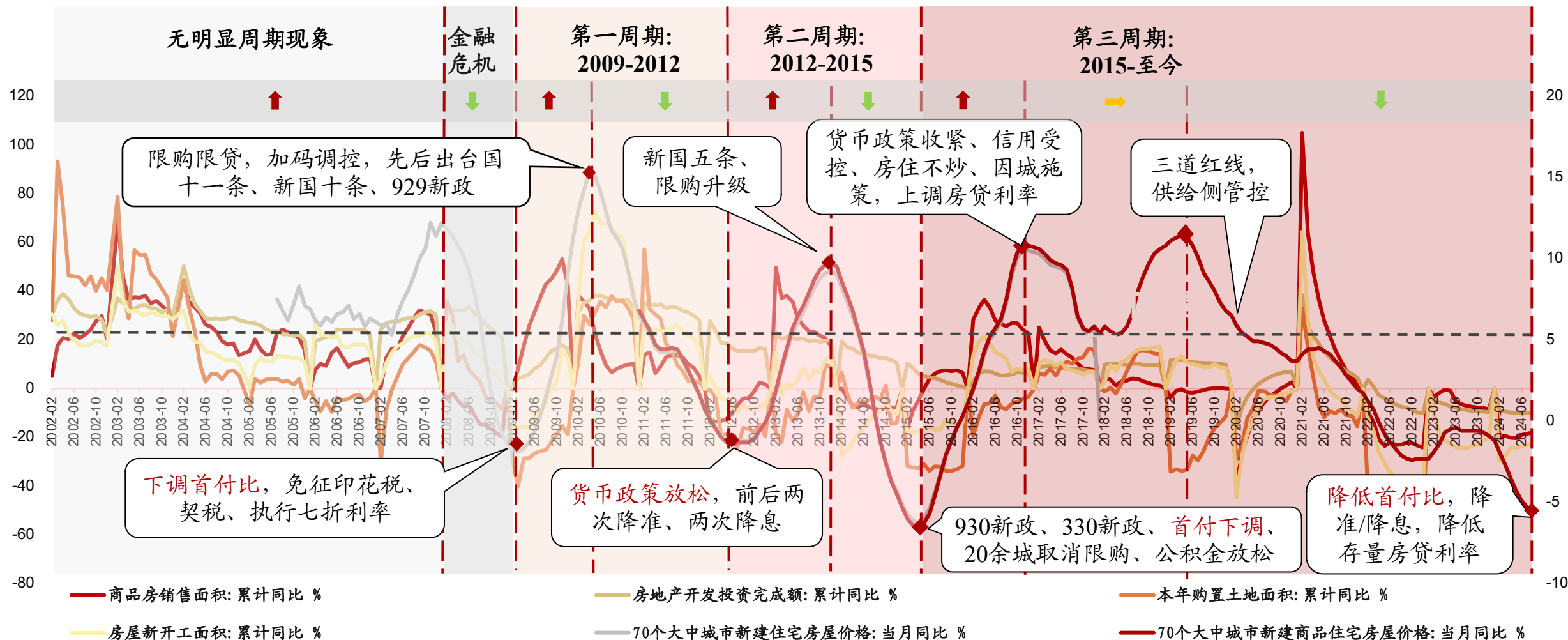
图：电解铝成本曲线以及当前价格位点

——或将促成减产潮(2024/11)



问题一：地产对于需求的影响几何？（政策向）

➤ 2024年特点：H1-弱现实弱预期；H2-弱现实强预期（政策已筑底）。2025年展望：政策拐点逐步兑现，风险评级显著改善。

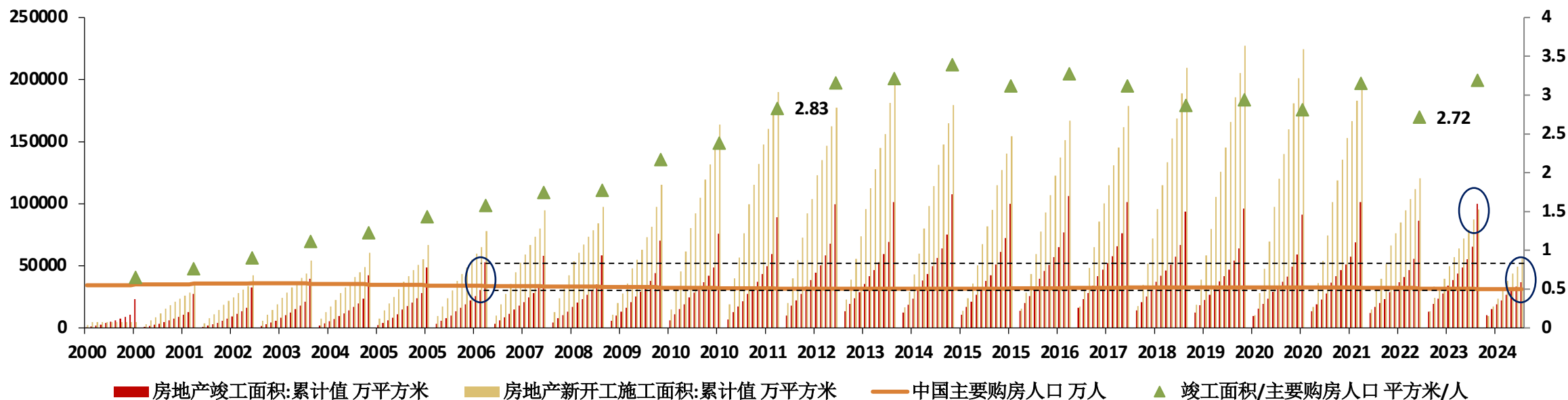


问题一：地产对于需求的影响几何？（现实向）——铝主要用于竣工端

➤ 敏感度测试：地产当前位置在哪里？

- ① “期房”带来大量的已开工待竣工面积溢出，23年“保交楼”政策下首度弥合，当前急切释放流动性推动逆向变化，防范大型危机，即竣工 $\geq$ 开工；
- ② 24年的开竣工面积骤降，带动开竣工水平倒回2006年水平（预计约4.8-7.7亿多平米），快速回拉6年（2023年竣工面积相当于2012年，约10亿平），如2024单年再进一步迅速减少至2000年的水平，竣工面积约2.3亿平米，可以发现会形成跟2023年相近的减量，边际减量加速已不具有条件，最差的情况是继续2023年的边际缩减，即继续缩减约4亿平米。
- ③ 2023年购房人群总数约下滑1.5%，2022年经济停摆条件下人均竣工面积2.7平方米，以此测算，最低配套竣工面积2024E为8.5亿平（预计24年竣工面积不足）。如要满足出现进一步下滑，则代表经济表现低于2022年或人口出现短期急速骤降。

图：开竣工面积当前位置&购房人群



资料来源：wind，公开资料整理，浙商证券研究所

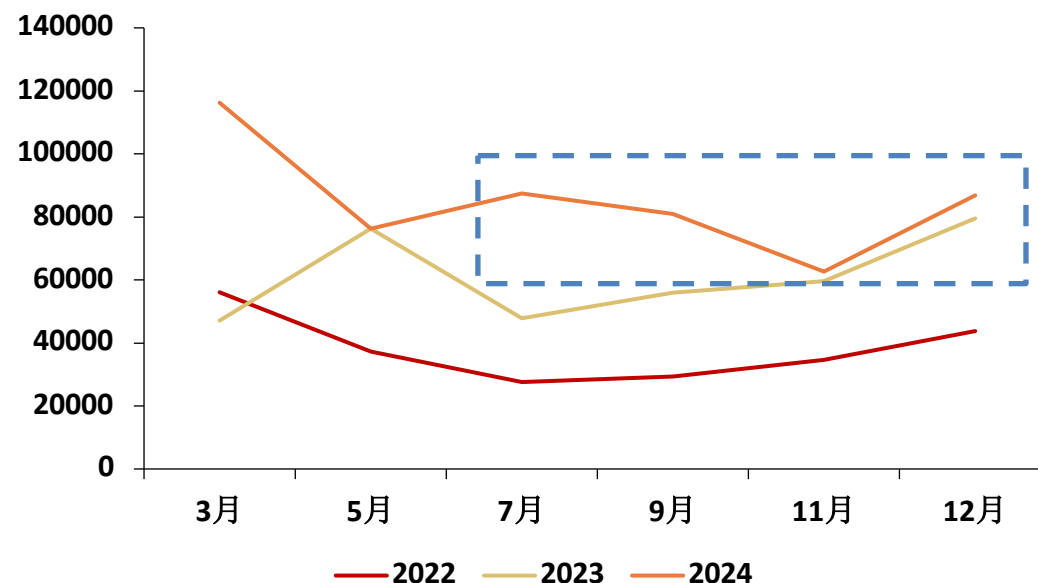
备注：竣工面积/主要购房人口反映地产实际需求满足能力，挂钩人均地产消费能力。

- 持续性验证：在过去的几年内全球快速增长的风光大基地建设速度远高于电网建设速度，配套外送通道建设缓慢之下，新能源并网问题成为弃电主因。新能源装机的高峰过后，新型电力系统的主要矛盾已经从电源侧悄然转移至电网侧。国家电网2024年工作会议提出，“以特高压和超高压为骨干网架”被列在“四大基础”之首。
 - 国内：十四五规划的“三交九直”亟待交付，2025-2026需求保障，2024年提出“五交九直”再续动力，节奏连贯。
 - 全球：根据国际能源署数据，全球至少有 3000 吉瓦（GW）的可再生能源项目（其中 1500 吉瓦处于后期阶段）正在排队等待并网，相当于 2022 年新增太阳能光伏和风能装机容量的五倍。

图：中国特高压线路“十四五”规划-“三交九直”需求持续性强

工程名称	类型	线路长度：公里	预计2025线路长度：公里	预计2026线路长度：公里	变电容量：GW
川渝1000千伏	交流	1315	897		24
张北-胜利1000千伏	交流	732	0		9
金上-湖北+800千伏	直流	1901	1629		16
陇东-山东+800千	直流	927	0		8
宁夏-湖南+800千伏	直流	1634	930		9
哈密-重庆±800千伏	直流	2290	0		8
陕北-安徽+800千伏	直流	1069	1069		8
甘肃-浙江+800千伏	直流	2370	0	2370	8
大同-天津南1000kV	交流	1612	806	806	12
蒙西-京津冀	直流	703		703	11.8
陕西-河南+800千伏	直流	765	765		8
藏东南-粤港澳±800千伏	直流	2698	0	1349	8
合计		18016	6096	5228	130

图：国家电网铝线缆招标用量（仅国网2024年招标增长14万吨，单位：吨）



		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
		万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨
供给		6709	6846	7033	7149	7247	7412
供给增速（%）			2%	3%	2%	1%	2%
国内	新建产能			23	37	10	55
	复产产能			101	83	28	
	运行产能	3884	4043	4167	4287	4325	4380
海外	新建产能			40	28	86	110
	复产产能			43	0		0
	减产产能			20	32	25	0
	运行产能	2825	2803	2866	2862	2922	3032
需求		6902	6866	7029	7,175	7,344	7,530
需求增速			-1%	2%	2%	2%	3%
传统需求	建筑	1704	1558	1617	1485	1377	1298
	电力&机械	1404	1441	1478	1555	1636	1718
	交通（传统油车/轨交等）	1473	1360	1175	1117	1047	973
	包装&消费	968	1058	955	1044	1141	1246
	其他	1024	1029	1036	1042	1049	1055
新能源需求	新能源汽车	119	200	450	564	687	811
	光伏	119	144	199	235	259	272
	风电	91	77	114	128	145	156
供需平衡		-193	-20	8	-21	-93	-116

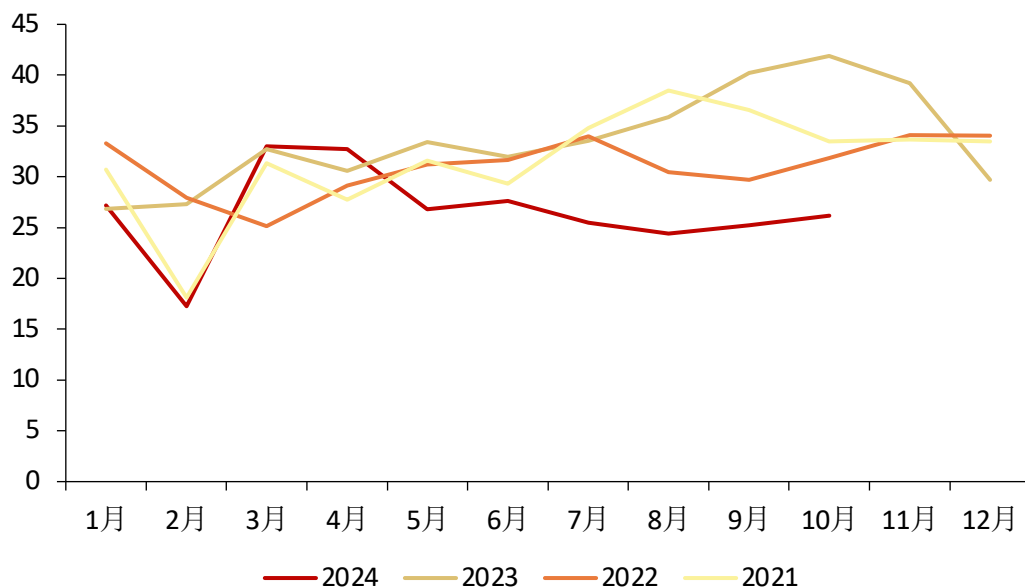
- **2025年供需格局**：我们梳理了17家头部矿企最新的2025年产量指引，预计明年铜矿供给增速仅2.2%，精炼铜需求增速约3.1%，供给紧张程度有望进一步加剧，预计供需缺口扩大，支撑明年铜价中枢抬升。
- **需要被充分认知的关键点**：短期美元指数走强压制铜价表现，但展望明年，我们认为宏观层面交易主线有望切换至国内经济顺周期，而海外美国二次通胀预期有望走强，均利好铜价上涨。目前政策传导仍需数据验证，但短期来看，TC仍在历史性低位表现矿端供给依然紧张，基本面对铜价支撑较强，建议交易逻辑切换前，提前布局铜板块。

表：供需平衡表（单位：万吨）

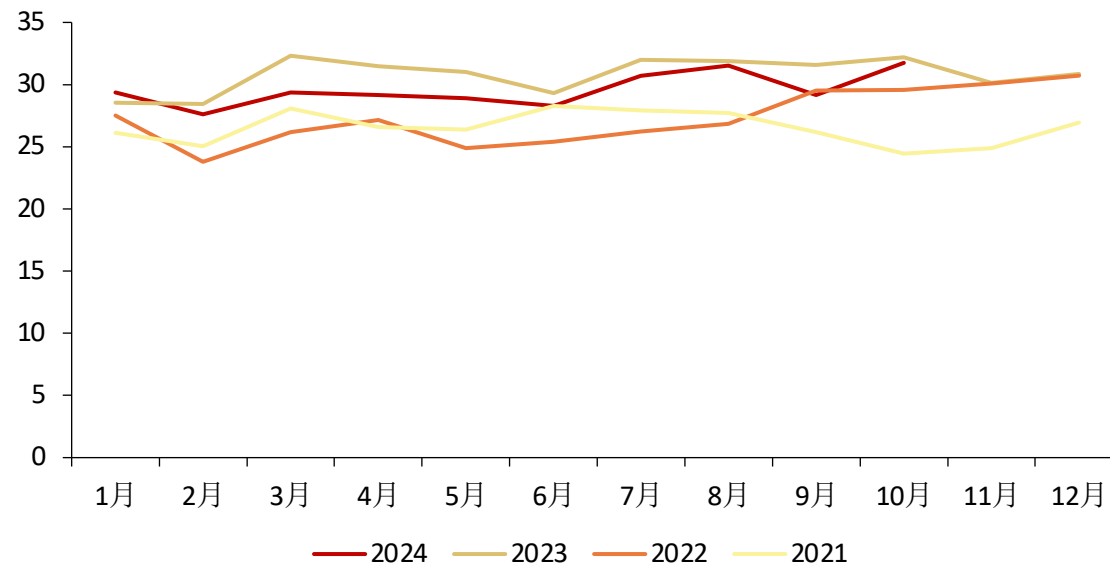
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给端	全球铜矿产量（万吨）	2058	2061	2068	2111	2190	2227	2267	2317
	增速	2.6%	0.1%	0.3%	2.1%	3.7%	1.7%	1.8%	2.2%
	全球精炼铜产量（万吨）	2406	2408	2459	2480	2565	2695	2759	2801
	增速	2.2%	0.1%	2.1%	0.9%	3.4%	5.1%	2.4%	1.5%
需求端	全球精炼铜消耗量（万吨）	2422	2433	2503	2518	2597	2689	2770	2857
	增速	2.2%	0.4%	2.9%	0.6%	3.1%	3.6%	3.0%	3.1%
	全球-新能源与传统需求								
	全球-新能源板块耗铜量合计	97	107	150	193	243	410	448	518
	全球-新增光伏耗铜量总计	58	62	80	96	130	245	248	281
	全球-新能源汽车新增耗铜量总计	15	16	25	45	75	109	135	162
	全球-风电新增装机耗铜量总计	24	29	45	51	38	56	66	76
	全球-精炼铜传统需求合计	2325	2325	2354	2325	2354	2279	2322	2339
	全球-新能源需求占比	4%	4%	6%	8%	9%	15%	16%	18%
供给过剩/短缺（万吨）		-16	-24	-44	-38	-32	6	-11	-56

- 回顾2024年铅金属供应方面，再生铅受到上游废旧电瓶供应影响，4、5月放量后持续低迷，低于往年同期水平。再生铅废旧电瓶供应矛盾凸显。
- 原生铅方面，精炼铅放量尚可，受到上游供给约束较少，大部分月份强于2022年水平但仍低于2023年同期水平。
- 总体来看，铅行业24年供给少于往年，供给约束是支撑价格上行的重要动力。
- 2025年来看，原生铅产量维持稳定，再生铅由于废电瓶整体产量有限，供给存在硬约束，若新国标电动车需求好于预期，铅板块存在着消费拉动的重要机会。

图：2021-2024年国内再生铅月度产量（万吨）

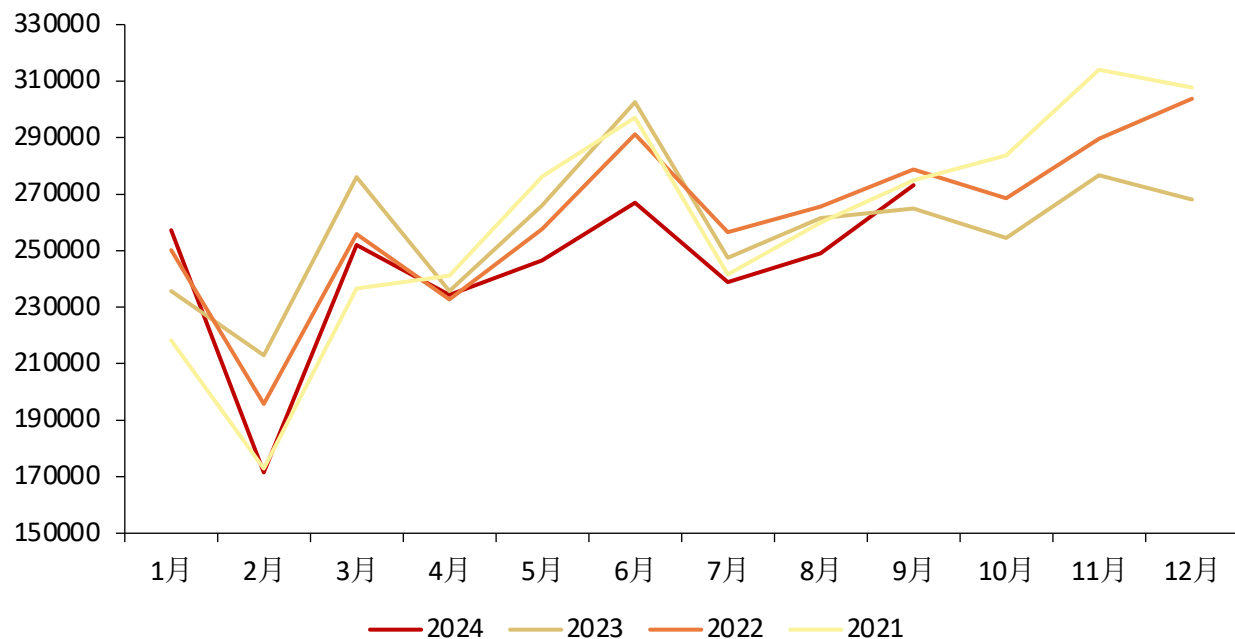


图：2021-2024年国内精炼铅月度产量（万吨）

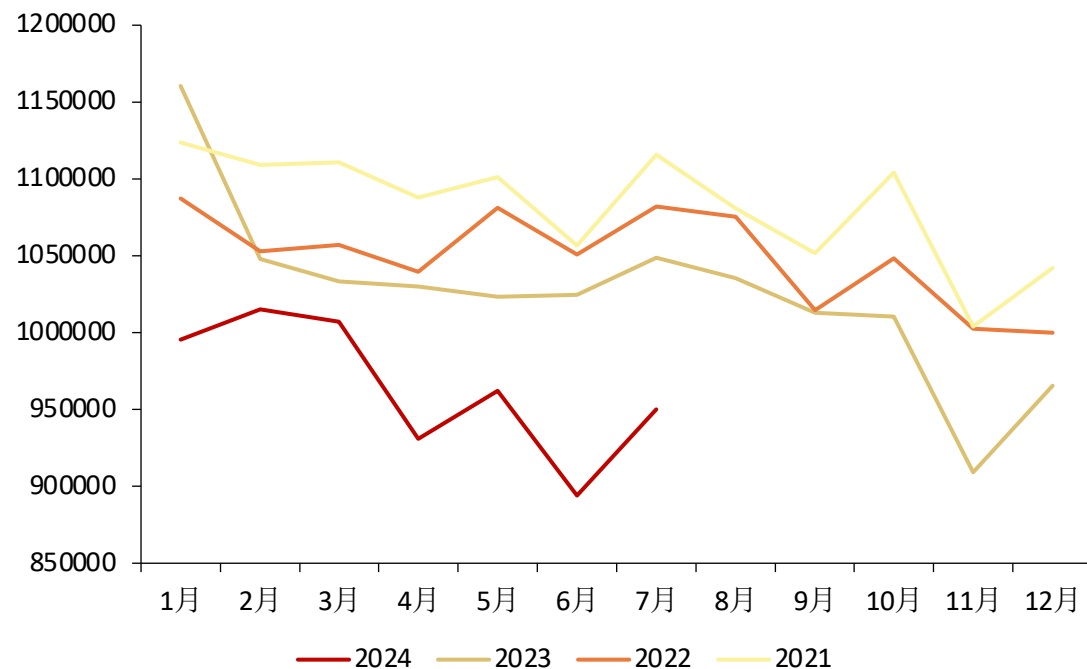


- 从全球视角看，2024年全球锌精矿产量严重低于预期，在一系列矿山、冶炼厂停产后，全球锌精矿产量显著低于往年水平，供给冲击助推全年锌价强势运行。
- 国内各大矿山则维持稳定，与往年水平相近。我们预计，25年上半年国内矿山新增产量仍较少，重点应关注海外矿山生产恢复节奏，特别是俄罗斯O矿与刚果金的K矿，这两大矿山或将决定全年海外走势。

图：2021-2024年国内锌精矿月度产量（吨）

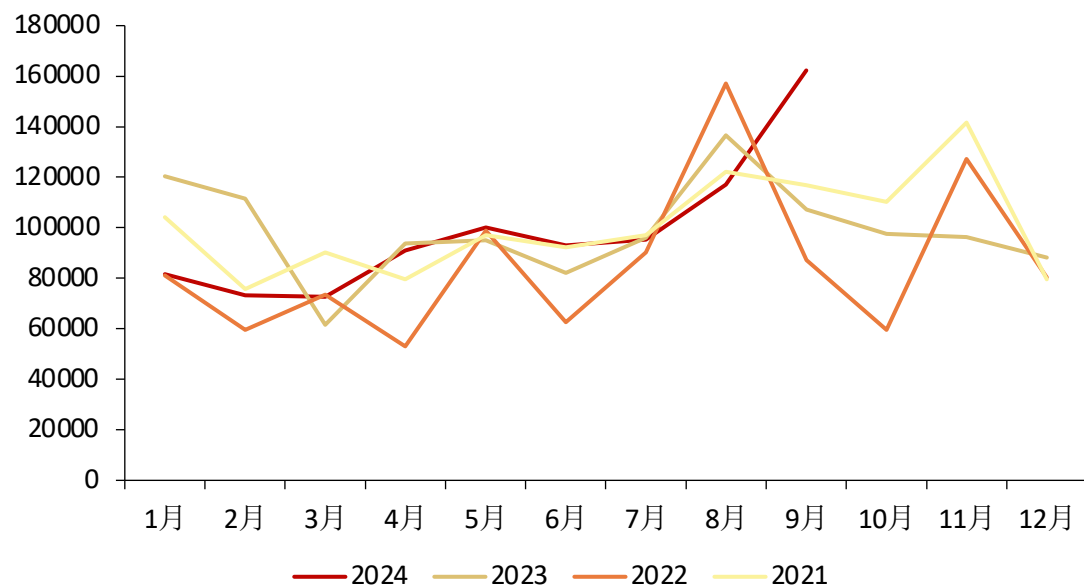


图：2021-2024年全球锌精矿月度产量（吨）

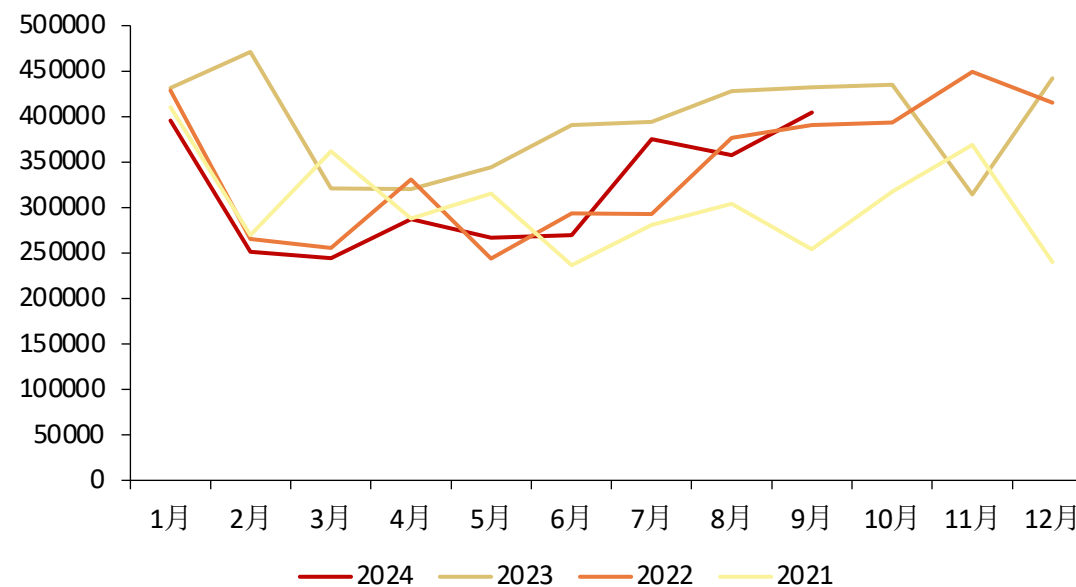


- 铅精矿在2024年4月后进口节奏显著加速，一路上行，但进口数量有限。海内外出现价差是进口飙升的重要原因之一。铅精矿进口的大幅加速是24年压制铅价上行的主动力，但高进口量是以海内外价差实现的，未来随着国内外价差收窄，预计铅精矿进口数量将同比下行。
- 锌精矿进口数量整体低于往年平均水平，持续低下的进口矿石数量也是导致冶炼厂上游精矿原料紧张的重要原因之一。同时印证海外矿山供给较为脆弱，未来将会持续上行的风险。

图：我国从国外进口铅精矿（吨）

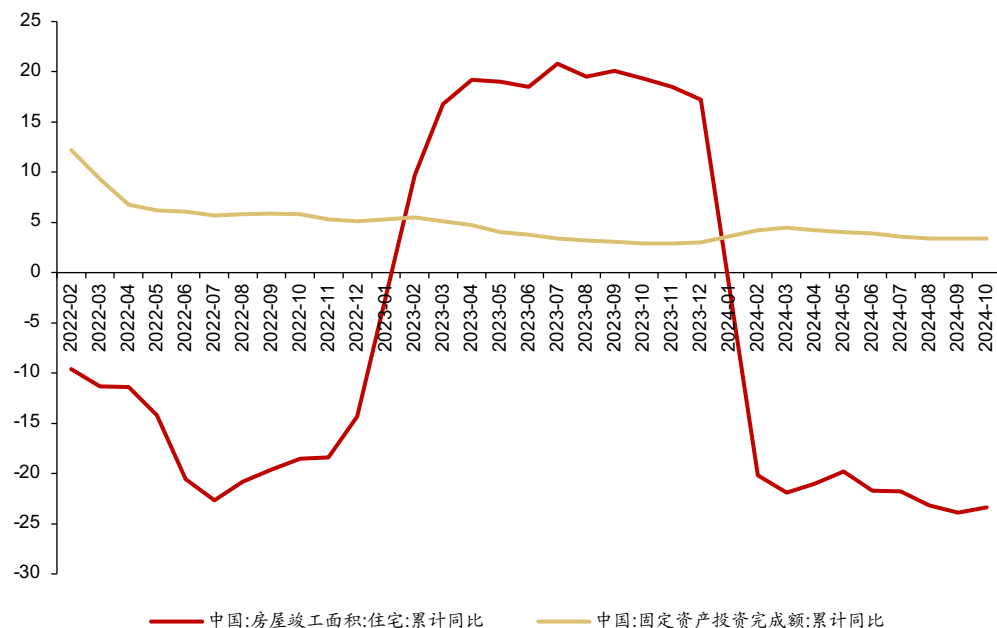


图：我国从国外进口锌精矿（吨）

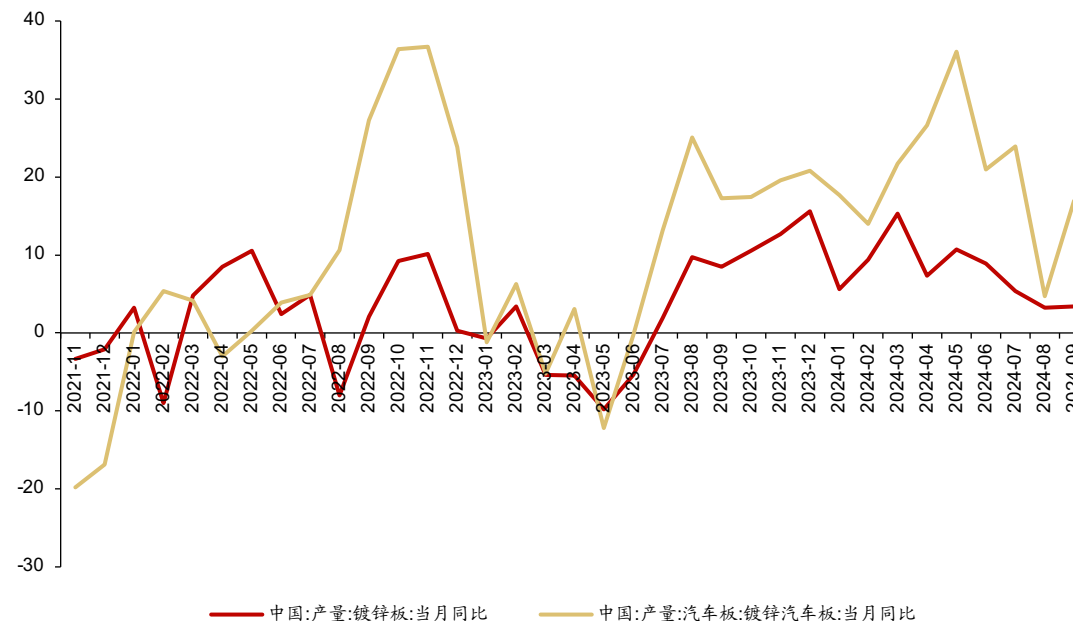


- 宏观环境拖累需求：从宏观看，基建和地产属于锌金属重要下游需求。2024年以来，房屋竣工面积同比持续转负，固定资产投资完成额同比增速下行趋势不改，大环境直接拖累锌板块下游需求。
- 直接下游镀锌：总量来看，镀锌板整体仍维持小幅增长趋势，尤其是一、二季度需求比较强势，三四季度后增速回落，全年仍维持正增长。汽车镀锌板板块是镀锌板块维持高增长的细分模块，全年预计继续维持高增长。我们认为，25年汽车镀锌同比维持增长，镀锌板整体板块同比微增将带来锌金属相关需求量好于预期的机会。

图：房屋竣工面积与固定资产投资完成额累计同比（%）

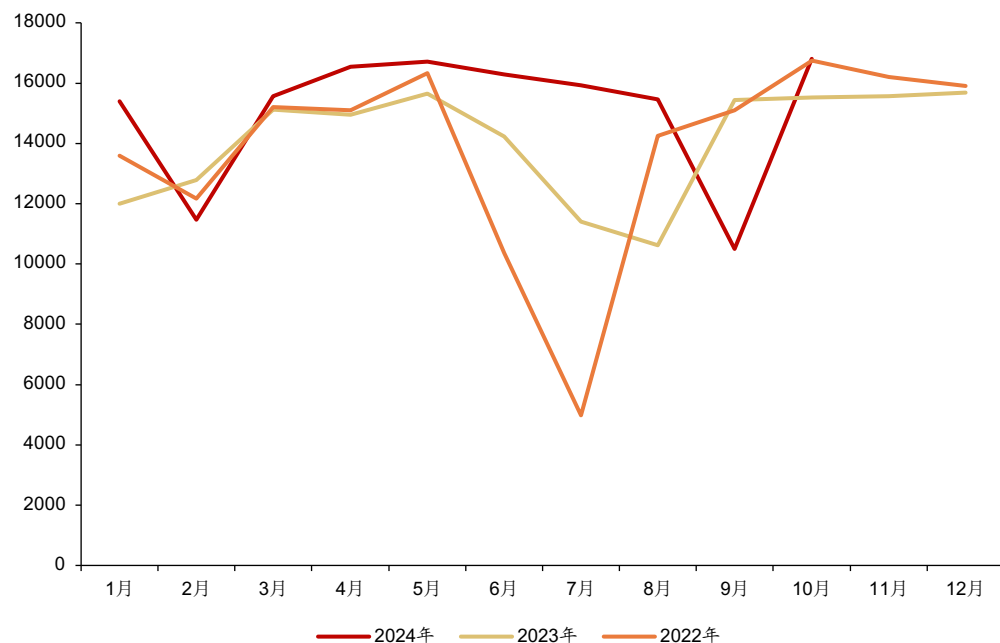


图：中国镀锌板与汽车镀锌板产量当月同比（%）

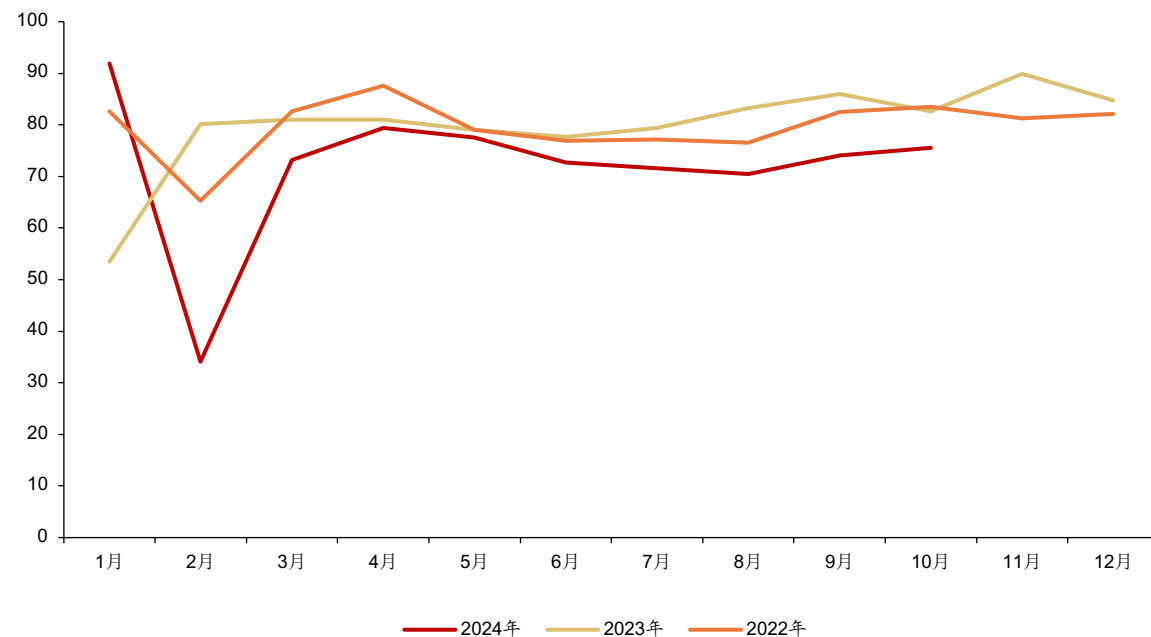


- 供给方面，缅甸禁矿并未影响到国内精炼锡产量：缅甸是我国锡冶炼的重要原料来源。但缅甸禁矿后，我国的精炼锡产量仍然维持高位，上游供给紧缩并未如期传导至下游，是24年锡价后续走势偏弱的重要原因之一。同时非洲Alphamin的Bisie等项目投产也为锡精矿提供了增量。
- 需求方面，我们用锡焊料开工率观测锡需求，全年锡焊料开工率在多数月份显著低于往年预期，因此下游需求并未出现如期增长。
- 预期主导全年锡价，而高企的供给+低迷的需求则压制全年锡价走势。展望2025年，我们认为明年随着缅甸供给落地，印尼出口有望恢复正常的大背景下，明年锡价的上行动力主要在需求，若需求超预期，则锡价存在上行机会。

图：24年国内精炼锡产量维持高位（吨）

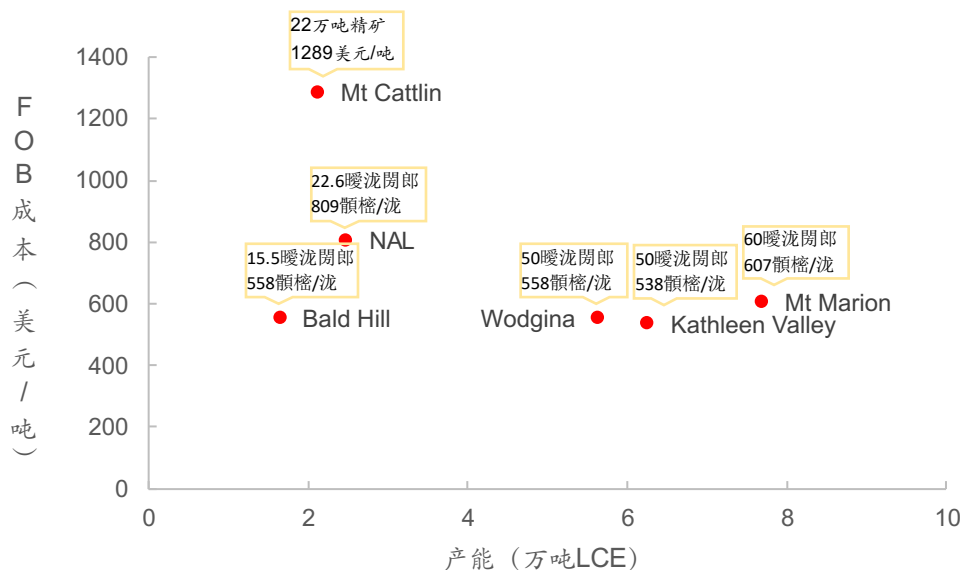


图：锡焊料开工率不及预期（%）



- **锂价持续低迷，上游资源端持续给予负反馈。**自2023年以来，上游锂矿项目盈利能力逐步被压缩，并于2024年1月成本偏高的Finniss正式宣布其将暂停采矿生产，打响本轮周期底部产能出清第一枪。
- 之后随着价格进一步下探，陆续有澳洲项目进入维护或下调产量指引。而从成本端来看，Mineral Resource旗下三大项目成本情况接近，均在550-600美元/吨精矿，而Bald Hill于2024年11月宣布进入维护状态，我们认为，其他两大项目当前也面临同样的盈利压力，或存在减产/关停的可能性。
- 从今年以来，海外矿山对价格反馈来看，本轮周期底部，其偏向于价格跌入成本线以内，产生盈利压力即选择减产/停产状态。反映出其对于未来价格的悲观预期，以及对项目本身资源的重视，不愿意亏损贱卖。

图：海外部分锂矿项目面临盈利压力



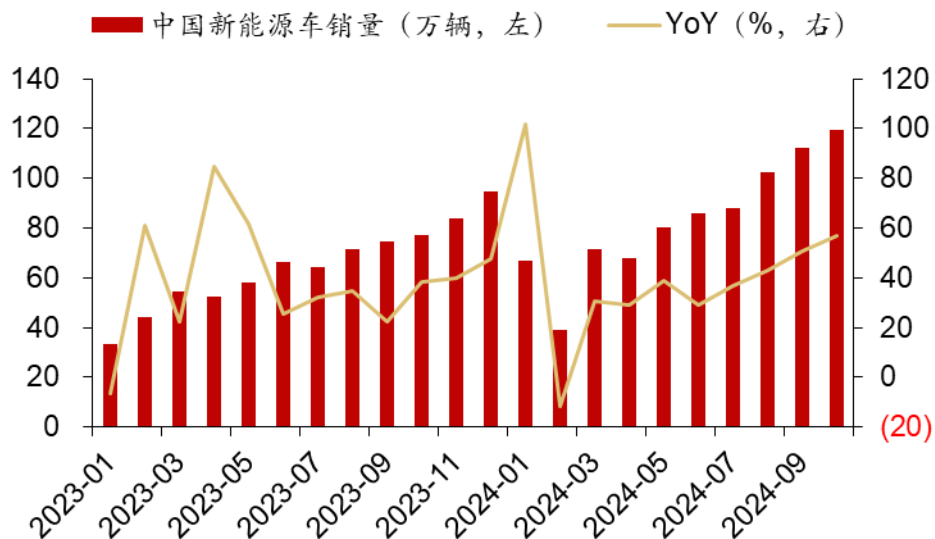
图：2023年以来供给端持续收缩

项目	时间	设计产能 (万吨LCE)	减少产能/产量 (万吨LCE)	成本 (万元/吨LCE)
Zulu	23H1宣布延期	0.6	0.5	/
Finniss	24.1暂停采矿	2.2	2.2	9.6
Mt Cattlin	24.8转入维护	2.8	2.8	9.8
Marion	24.10降本减产	7.5	2.3	5.5
Pilbara	24.11下调产量指引，关停一选矿厂	10.6	1.3	4.8
Bald Hill	24.11转入维护	1.9	1.9	5.5

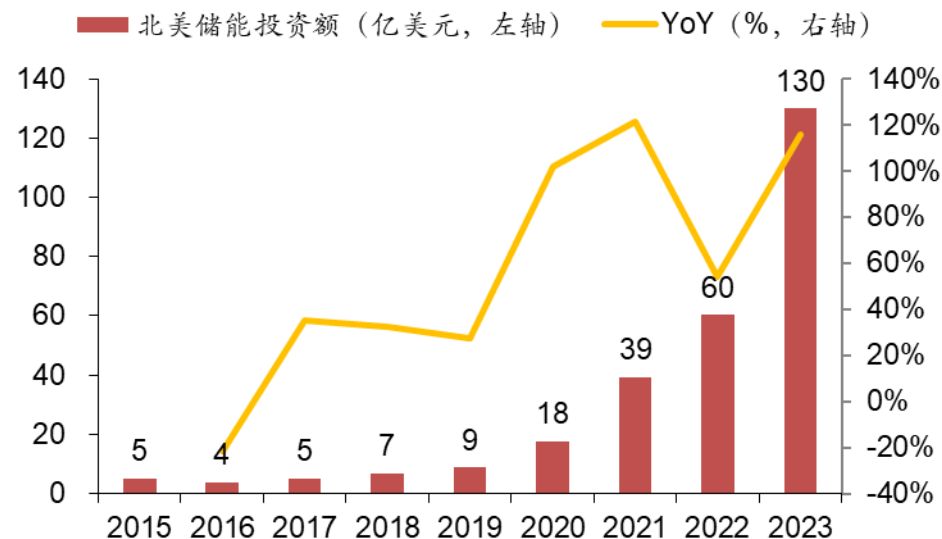
国内新能源车表现亮眼，北美储能需求或超预期

- **以旧换新政策效果显著，明年有望延续。**2024年4月26日和7月24日，商务部先后发布汽车报废更新补贴政策。个人消费者将满足标准的乘用车报废后，再购置燃油乘用车/新能源乘用车，将分别予以1.5万元和2万元补贴。政策发布后，持续带动新能源汽车市场的消费热情。因此自7月以来，我国新能源车销售呈现持续增长态势，10月销量120万辆，同增57%。**我们认为今年以旧换新对销量推动的效果显著，明年政策或将延续。**
- **抓住新关税窗口期，带动需求端超预期。**美国锂离子电池储能市场面临26年执行新关税政策：税率将由7.5%提升到25%。而美国市场已连续四年成为我国锂离子出口的第一大目的地，2025年为窗口期，或将出现国内储能产品抢出口，带动需求端超预期表现。并且美国已进入降息通道，储能项目收益率也将得到提升，提高本土建设积极度，带来超预期需求。

图：国内新能源车销量表现出色



图：北美储能投资额持续高增



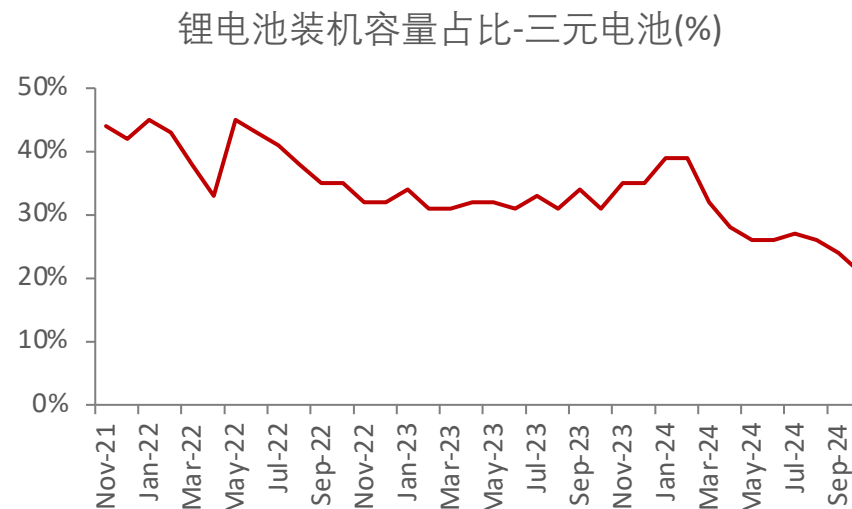
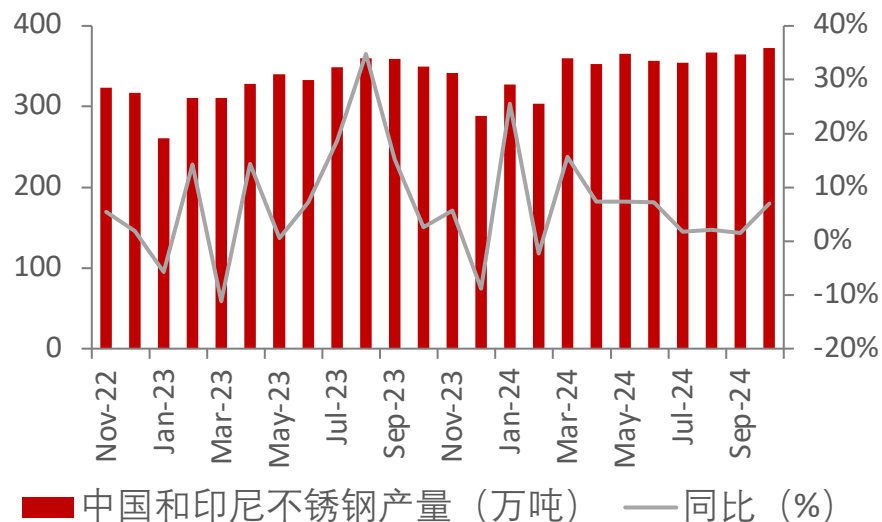
根据我们最新对供给端梳理与需求端预测，2025年全球锂资源供给或达到141.4万吨，较我们8月所做预测进一步下调，并且存在进一步下降的可能性。而需求端，若储能市场保持高增速状态，全年储能电芯产量达到500GWh，我们预测锂需求量或将达到134万吨LCE。全年维度或将有7万吨供给富裕，但边际过剩已收窄，仅对应约全行业两周需求库存，若行业开启补库周期，可将其消化，阶段性存在供给紧张可能性。

表：碳酸锂供需平衡表

消费结构	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量合计（万辆）	656	1,056	1,450	1,717	2,120
纯电车合计（万辆）	464	772	1,103	1,115	1,425
插混车合计（万辆）	192	284	347	602	694
电池需求量（GWh）	371	684	696	865	1,048
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	29.8	55.0	56.0	58.0	70.2
储能需求（GWh）	71	159	230	330	500
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	5.1	11.4	15.2	19.8	30.0
3C消费电子（GWh）	125	114	127	142	158
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	9.6	8.8	9.8	9.9	11.1
其他（万吨LCE）	17.1	18.0	18.9	20.8	22.8
合计（万吨LCE）	61.7	93.2	99.8	108.5	134.0
全球锂供给量（万吨LCE）	60.4	83.7	100.8	122.8	141.4
供需平衡	-1.3	-9.5	1.0	14.3	7.4

- 今年以来，受镍价低迷的影响，全球多个镍项目出现减产、停产，未来供给受限明显，镍价底部或已确定。
- **印尼政府停止火法产线建设。**印尼政府：暂停建设新的回转窑电炉（RKEF）镍加工和精炼设施。印尼能源与矿产资源部（ESDM）和工业部（Kemenperin）同意暂停建设新的回转窑电炉（RKEF）镍加工和精炼设施，用于生产镍生铁（NPI）。
- 6月24日，巴斯夫宣布计划终止与法国矿业公司埃赫曼集团（Eramet）在印尼合作建设镍钴精炼厂的项目。巴斯夫和埃赫曼去年敲定了在印尼建立合资镍钴厂的计划，投资达到24亿欧元（约合26亿美元）。工厂原定于在2026年启动，**预计年产能为6.7万吨镍和7500吨钴**。埃赫曼持股51%，巴斯夫持股49%。在双方的合作中，巴斯夫负责提供冶炼技术，埃赫曼提供镍矿资源。
- 2024年7月11日，必和必拓公司（BHP）发布公告，将暂停其所属的Nickel West业务和West Musgrave项目（西澳镍业），过渡期从2024年7月开始，10月将暂停运营，12月前完成暂停移交活动。BHP西澳镍业是包含采矿、镍钼冶炼、硫酸镍冶炼、镍豆精炼一体化的镍项目，影响产能**达到9万金属吨/年**。
- 2024年7月，江苏省响水县人民法院发布公告称，已立案审查德龙镍业等企业破产重整案。德龙镍业在印尼和国内均布局多个镍项目，未来供给或将受限。

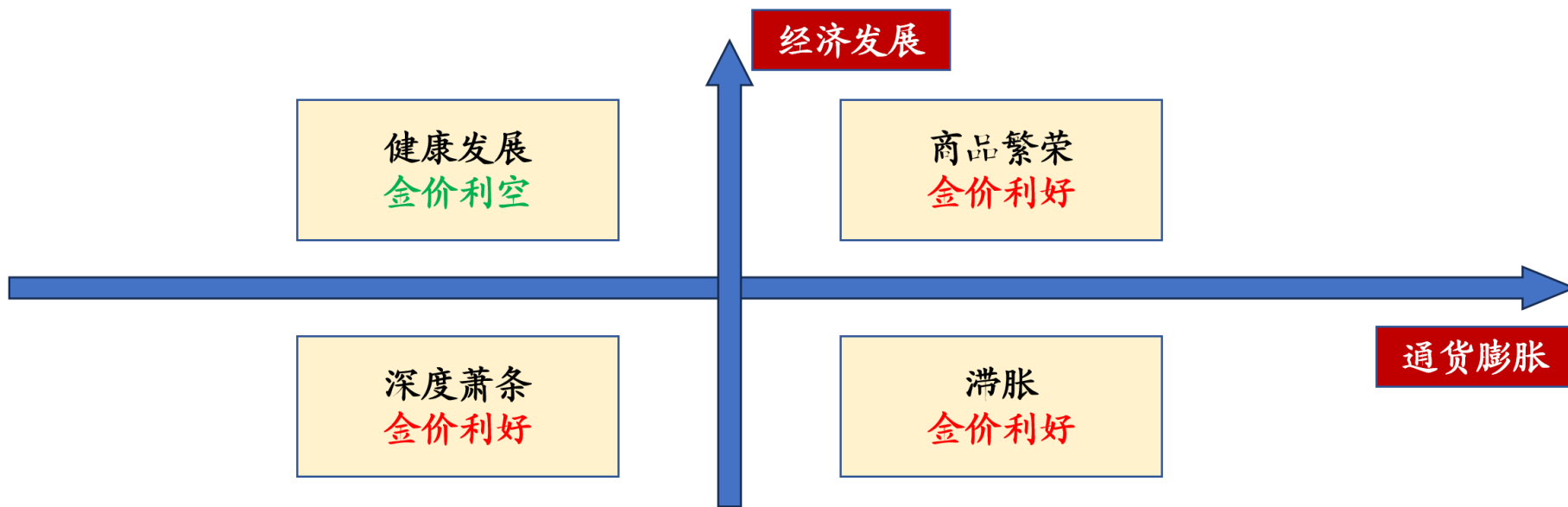
- 需求端中国和印尼不锈钢产量稳中向好，10月同比增加7%。
- 锂电端由于储能需求强劲，三元锂电池装机容量近几月有所下滑。
- 但长期来看，由于能量密度要求，4680大圆柱，固态电池等高端电池均需要高镍三元电池。
- 近日，特斯拉宣布第1亿颗4680电池正式下线，并计划进一步扩大产能。松下能源宣布，已完成4680大圆柱电池量产准备工作。国内多家电池厂商也相继重金布局。
- 根据高工锂电：近四年，固态电池行业投扩产规划金额超2000亿元；从产能来看，固态电池已有产能超过15GWh，规划产能超过400GWh。高端电池逐步量产有望带动三元电池未来需求。



- 整体来看，镍未来四个季度仍处于过剩状态。
- 关注印尼矿端品位下降和审批进度对于供给的扰动。

单位： (万镍吨)	全球-纯镍 产量	中国NPI 产量	印尼NPI 产量	全球- feni产 量	全球-原 生镍盐 产量	全球-其 他镍原料 产量	全球-原 生镍总 供应量	中国+印 尼不锈钢 耗镍量	其他国家 不锈钢耗 镍量	全球-电 池材料耗 镍量	全球-合 金及特钢 耗镍量	全球-电 镀耗镍 量	全球-其 他下游 耗镍量	全球-原 生镍需 求	全球-原 生镍供 需平衡
25Q3E	25.25	7.45	43.2	7.12	11.29	1.23	95.53	52.92	9.4	10.14	13.5	2.68	2.63	91.27	4.26
25Q2E	24.69	7.9	41.48	6.12	10.89	1.23	92.29	52.27	9.4	9.43	13.27	2.64	2.54	89.55	2.74
25Q1E	23.82	7.37	37	5.22	9.96	1.23	84.58	48.24	9.1	8.49	12.53	2.39	2.46	83.2	1.38
24Q4E	23.88	9.48	39.38	5	9.79	1.23	88.76	49.22	9.2	9.2	12.69	2.63	2.52	85.46	3.3
24Q3	22.75	9.08	34.84	5.8	9.58	1.24	83.3	48.61	9.2	9.54	12.99	2.68	2.52	85.53	-2.24
24Q2	21.2	8.2	36.48	6.3	9.86	1.19	83.23	46.66	9.2	9.01	12.99	2.64	2.64	83.13	0.1
24Q1	21.68	8.2	35.62	6.7	9.54	1.08	82.81	45.94	8.9	9.98	12.16	2.39	2.6	81.96	0.85
23Q4	22.05	9.56	37.19	7	10.16	1.14	87.1	48.34	9.5	9.69	12.68	2.58	2.75	85.54	1.56
23Q3	20.64	10.22	35.71	6.6	10.74	1.16	85.07	47.75	9.2	10.19	12.35	2.53	2.68	84.69	0.37
23Q2	19.46	9.41	34.92	7.4	8.87	1.33	81.39	44.71	8.9	8.5	12.3	2.74	2.74	79.88	1.51
23Q1	19.63	9.72	29.74	8.1	9.06	1.47	77.73	39.56	8.9	7.9	11.49	2.39	2.63	72.87	4.85

- **顶层逻辑**：特朗普施政对美国通胀的影响，可能让黄金始终置于舒适区间，贵金属价格走强趋势不变。
- **震荡原因**：特朗普减税+加征关税+移民收紧+金融监管放松的施政理念，不仅可能提升美国通胀，也可能提升加息预期、降低降息预期；此外，特朗普施政传导至通胀端同样存在时间差。
- **冲击因子**：我们认为地缘冲突可能超预期延续。尽管市场对特朗普缓解俄乌冲突存在预期，但从当前情形看俄方并未抱有太大期望。一方面，俄罗斯政治分析家马尔科夫表示，普京不太可能同意任何不包括乌克兰完全非军事化的协议；另一方面，数位俄罗斯富豪表示，即使俄罗斯和乌克兰最终达成了停火协议，西方国家针对俄罗斯的制裁也不会很快放松。叠加中东地区多类事件，明年地缘冲突同样存在超预期延续的可能。
- **节奏判断**：预计明年一季度贵金属以窄幅震荡为主；二季度后期或现通胀反弹的数据验证和美联储继续降息，贵金属有望反弹走强，拔升板块估值；下半年则需根据通胀情况相机预期美联储加降息节奏，但预计地缘冲突和通胀预期下，贵金属或在宽幅震荡后冲高。



2.11

2025年：氧化镨钕的全球供给缺口或延续，料价格温和上涨

核心在于中国指标的增速有了中枢下移的预期，海外矿则短期无法放量

单位：吨REO	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
新能源汽车	11318	15446	18956	22907	27314	32437
YOY	62%	36%	23%	21%	19%	19%
EPS	10766	11969	12430	12938	13308	13671
YOY	-1%	11%	4%	4%	3%	3%
风电	3425	5160	5946	6858	7745	8489
YOY	-22%	51%	15%	15%	13%	10%
变频空调	5324	6096	6631	7230	7820	8368
YOY	-4%	15%	9%	9%	8%	7%
变频洗衣机	16730	16316	16909	17579	18326	19064
YOY	4%	-2%	4%	4%	4%	4%
变频电冰箱	15724	15894	18030	19369	20754	22043
YOY	14%	1%	13%	7%	7%	6%
节能电梯	4252	4553	4341	4428	4515	4605
YOY	-5%	7%	-5%	2%	2%	2%
智能手机	1131	1095	1154	1189	1219	1248
YOY	-11%	-3%	5%	3%	2%	2%
工业机器人	8117	7944	9427	10997	12647	14164
YOY	5%	-2%	19%	17%	15%	12%
人形机器人			240	473	763	1317
YOY				98%	61%	73%
工业节能电机（中国）	2162	2070	3642	4204	4970	5985
YOY	11%	-4%	76%	15%	18%	20%
其他	11516	12717	13988	15387	16834	18248
YOY	7%	10%	10%	10%	9%	8%
氧化镨钕总需求	90465	99259	111696	123559	136213	149639
YOY	8%	10%	13%	11%	10%	10%
供给-需求	(4433)	5231	(632)	(149)	359	2557

单位：吨REO	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
中国矿-指标	39431	47380	48399	54306	60023	65739
YOY	23%	20%	2%	12%	11%	10%
占比	46%	45%	44%	44%	44%	43%
回收端	22320	24693	27599	30359	32636	34920
YOY	17%	11%	12%	10%	8%	7%
占比	26%	24%	25%	25%	24%	23%
国外矿	24281	32417	35065	38745	43914	51536
YOY	-3%	34%	8%	10%	13%	17%
占比	28%	31%	32%	31%	32%	34%
氧化镨钕总供给	86032	104491	111063	123410	136573	152196
YOY	13%	21%	6%	11%	11%	11%

➤ 一个看似反常识的观点：单论今年，全球的氧化镨钕可能是缺的！

➤ 因为今年的中国矿和国外矿，增速真的是太少了。

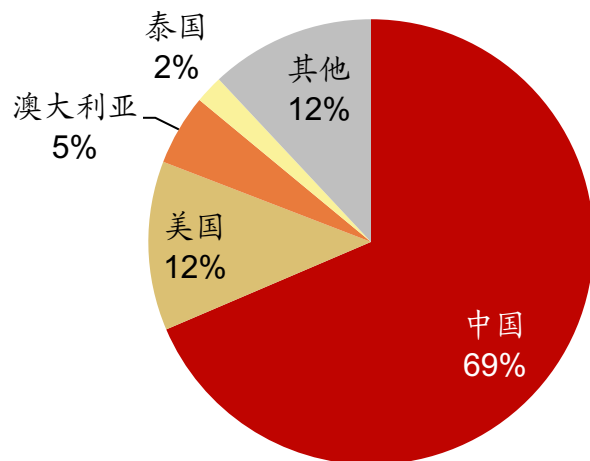
资料来源：工信部，Wind，中国稀土学会，ChinaNeolithic，《浅谈四川稀土产业状况》（陈云等，2015），SMM，亚洲金属网，上海钢联，稀土在线，安泰科，百川盈孚，各公司公告，浙商证券研究所，上海金属网，安泰科，中国有色网，卡瑞奇官网，蓝光磁业，金力永磁公告，华经产业研究院，中国金属矿业经济研究院，美国能源部，GlobalData，佐思汽研，Wind，GWEC，产业在线，观研天下，Wind，国家电网，弗若斯特沙利文，中研普华产业研究院，Counterpoint Research，IFR，中国科学院宁波材料技术与工程研究所，中科磁业招股书，浙商证券研究所等（注：工业节能电机仅统计中国）

- **2024年业绩总结**：前三季度，稀土&磁材板块归母净利润8亿元，同比-73%。
- **2024年周期判断**：弱势周期，本质上还是在消化2023年稀土验证过剩带来的后果。
- **2025年周期判断**：弱转强，稀土价格在国家指标调控下有望实现温和上涨，过往的大涨大跌情况或难出现。
- **需要被充分认知的关键点**：

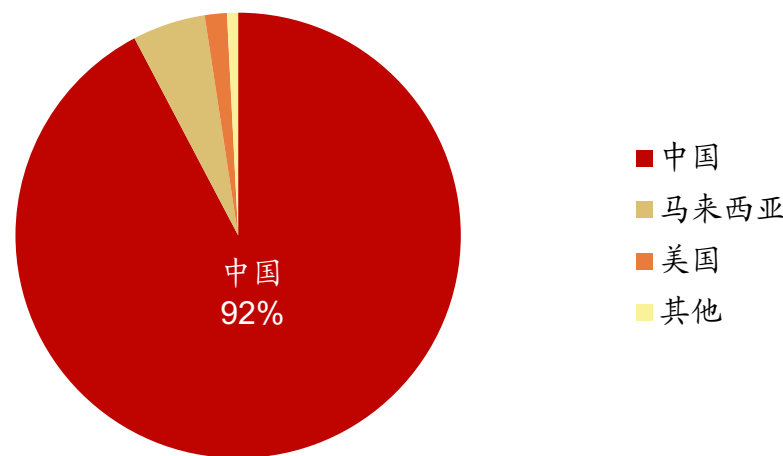
（1）基本面。磁材企业作为中游加工企业，在均衡状态下其利润应主要由产品销量和加工报价决定，稀土价格属于成本项，可转嫁于整个产业链。稀土价格若保持窄幅波动，则磁材企业凭借量增有望修复利润——而这可能已经在实现中；若稀土价格温和上涨，则盈利弹性有望快速打开。

（2）题材面。特朗普当选后，全球贸易保护主义或显著抬头，稀土产业链属于中国战略自主的优势产业，板块估值有望受此催化上涨。

图：中国稀土矿产量占比69%，位居全球第一



图：中国稀土冶炼分离产量占比92%，位居全球第一



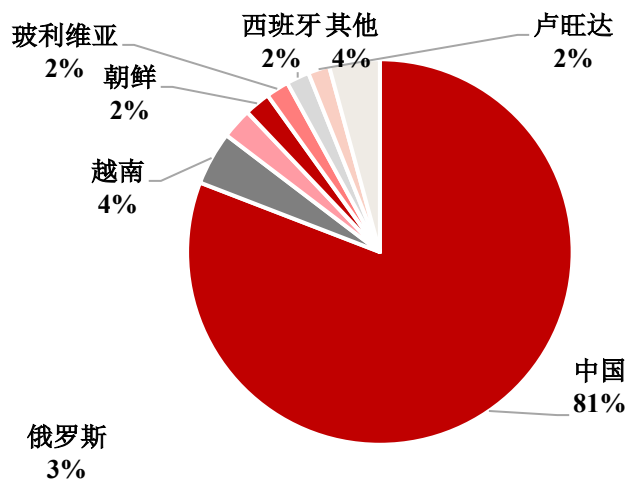
- **2024年周期判断：供需双弱周期**，锑、钨、铀商品价格在2024年的强势本质上均由供给侧频发“扰动”带来的约束单边塑造。
- **2025年周期判断：供给延续弱势，关注需求改善**，供给侧约束延续赋予矿端继续挺价的动力，而需求改善则是价格进一步攀升的“发令枪”。

➤ 小金属需要被重视的双重属性

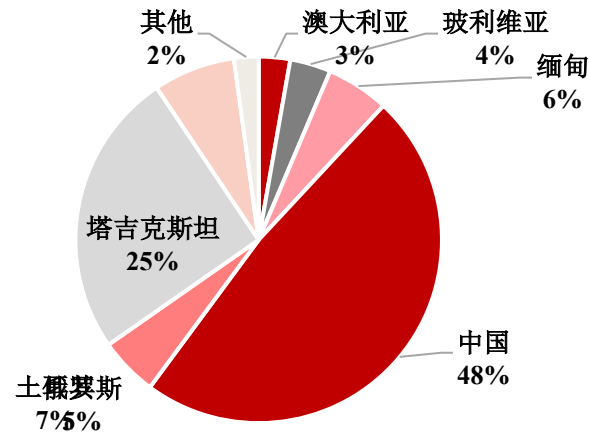
（1）供需紧张强化资源属性。钨、锑、铀目前的供给约束困境短期内难以扭转，资源属性凸显，供需趋紧环境下，供需的边际扰动带来的价格弹性都较为显著，而权益端的表现则会更为激进。

（2）贸易摩擦凸显战略自主属性。钨、锑为中国优势资源，若全球贸易保护主义抬升，板块估值有望受此催化提升。

图：中国钨产量占比81%，位居全球第一



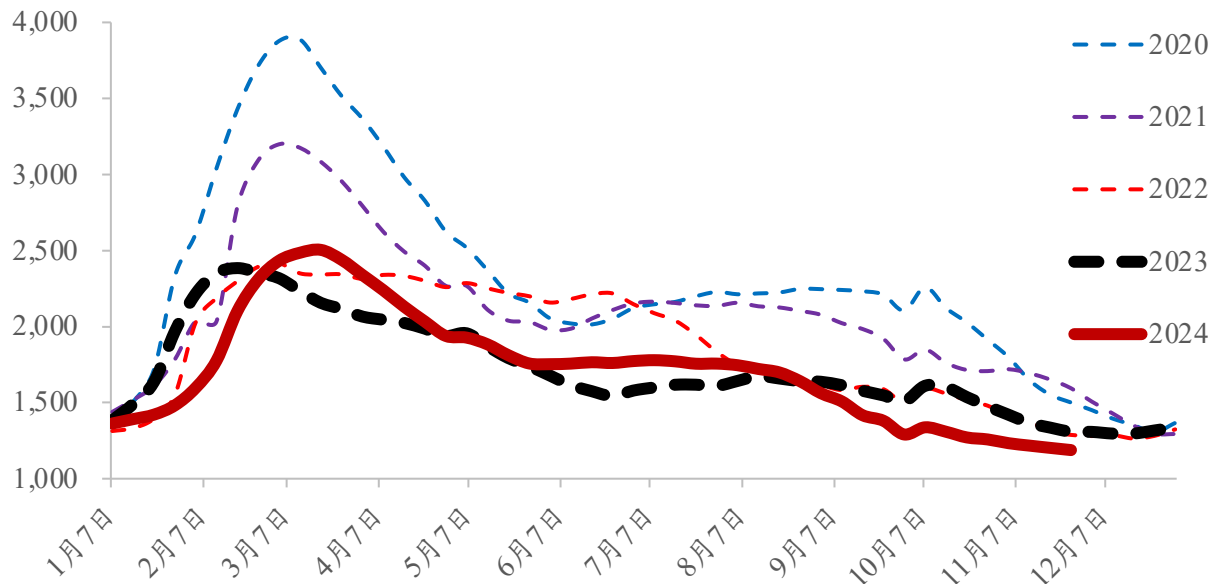
图：中国锑产量占比48%，位居全球第一



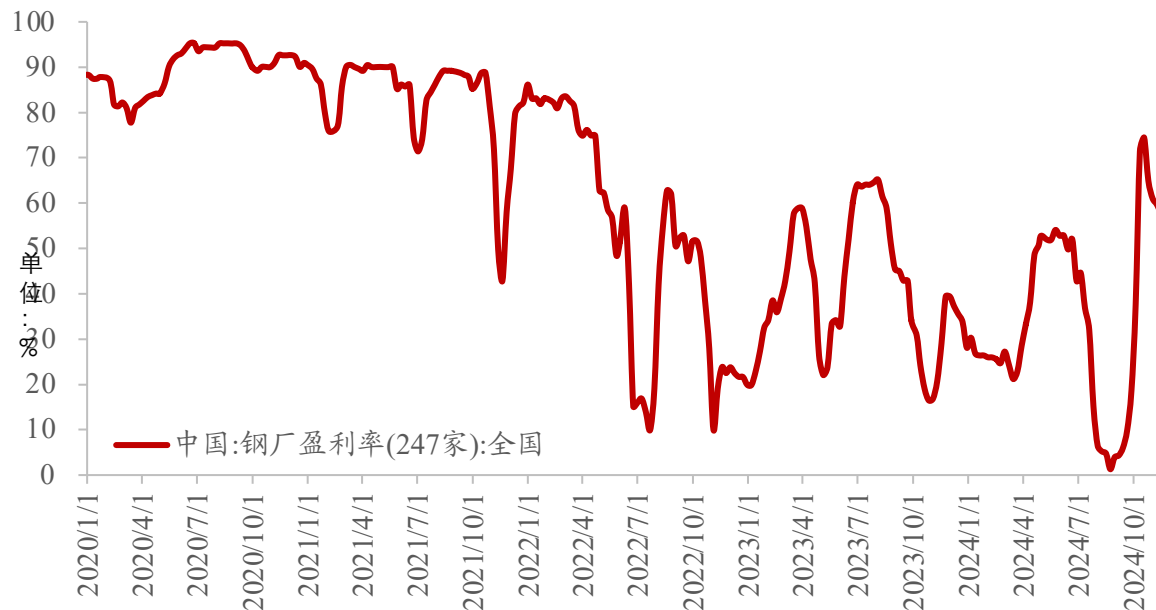
顺周期核心金属，宏观逻辑主导黑色商品价格走势

- **顺周期核心金属**：钢铁是顺周期核心金属，受益于内需政策加码。2021年之后随着地产新开工数据开始下行，钢材库存和价格走势同向，更多的是宏观逻辑主导黑色商品价格，所以我们会看到国内有“强预期”时，黑色商品与权益均会有显著表现（参考今年9月24日后行情）。
- **行业机会透视**：钢铁权益要想有强β行情一定是对供给端有强约束时期，参考2016-2018年供给侧改革、2021年“碳中和”限产。随着2021年地产新开工数据开始下滑，钢铁下游建筑需求下行。从库存看，2023、2024年均处于历史低位，也就是说钢铁下游需求比市场预期的更具备韧性，靠的是内需制造业+外需出口。我们判断2025年全年钢铁β中性，年度层面的机会一定是政策端对供给出现强约束，最有可能出现约束的时间是2025年底超低排放改造完成后。故若无供给出清的强约束政策出台，参考近两年钢铁行情走势及行业淡旺季切换时点，2025年或有两波季度层面机会，初步判断第一波行情从今年9月24日持续至2025年2月前后，第二波从25年8月底启动。

图：2024年五大品种钢材库存合计处于历史低位



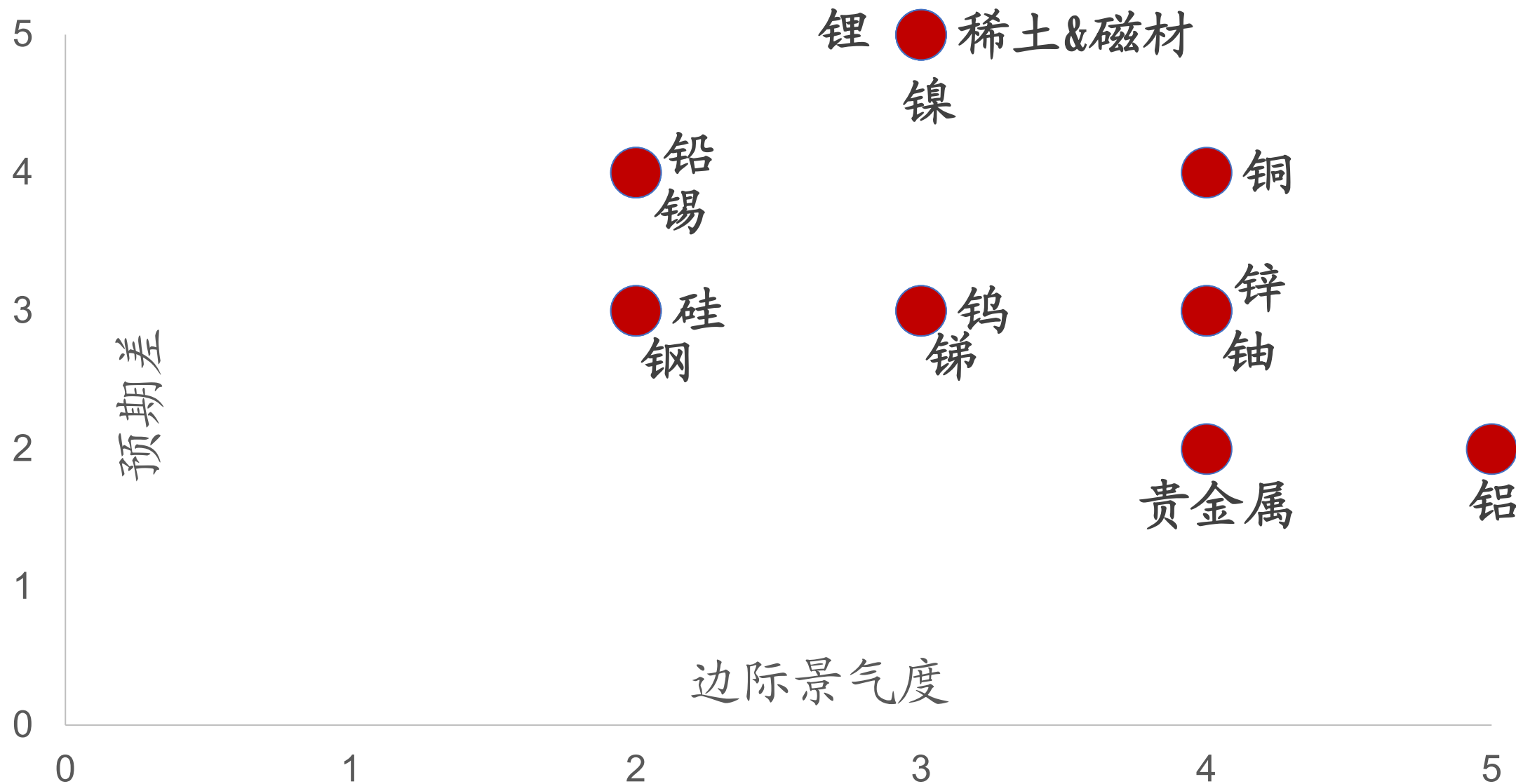
图：供给强约束才会使得盈利率趋势性上升，否则存在季度层面行情



3

选股思路

品种	一句话核心投资逻辑	基本面变化
贵金属	美国若二次通胀，或让黄金始终置于舒适区间	2025年可能从此前的β行情切换到α与β共振的右侧行情
稀土&磁材	重视基本面改善与战略自主题材的共振	2024年氧化镨钕出现供给缺口，2025年或延续
铜	供给趋紧推升价格中枢	政策驱动，切换顺周期
锂	供给端收缩无疑，需求端或超预期表现，推升锂价向上	供给侧出清或已充分，需求侧可期待超预期表现，推升锂价向上
铝	基本面向好叠加降息周期下全球资本开支增长带来的工业金属需求增长	供给显著收缩，需求边际向好
硅	并购重组重塑产业结构，产能出清中静待反转	政策驱动供给侧改革，底部反转
铅锌	供给增量或将不及预期，静待宏观边际改善	24年海外产量减少较多，25年恢复节奏或慢于预期
锡	低邦复产落地后存在预期差投资机会	缅甸复产压力仍存，未来从供给驱动切换至需求驱动
钨	中国战略金属，供给侧强约束，需求端有望改善	供给约束格局2025年延续，静待下游需求边际改善
锑	中国战略金属，供给侧强约束，需求端有望改善	供给约束格局2025年延续，静待下游需求边际改善
铀	天然铀供需趋紧，核电复苏周期，天然铀长牛可期	核电需求稳中有进，24-26年矿山复产/增产显著，但缺口仍存
钢	顺周期核心金属品种	25年底或用来供给强约束



4

推荐组合

4.1 铜业弹性表

- 标的选择思路：1) 2025年产量弹性较高的公司；2) 本身估值偏低的公司；3) 业绩弹性较大的公司。
- 2025年单吨铜产量对应市值指标：紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、西部矿业、五矿资源、中国有色矿业等指标数值偏低，相对优于行业。

表：2022-2026E各公司铜总产量

代码	公司	市值 (亿元)	资源量 (万吨)	铜总产量 (万吨)					总产量吨市值 (亿元/万吨)		PE(Wind一致预期)
		2024/11/27		2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2025年E产量	2026年E产量	2025年E
601899.SH	紫金矿业	4167	10467	88	101	110	122	135	34	31	10.8
603993.SH	洛阳钼业	1577	3464	25	39	60	63	63	25	25	11.9
600362.SH	江西铜业	734	912	20	20	20	20	20	37	37	9.6
000630.SZ	铜陵有色	421	637	5	18	19	25	31	17	14	9.5
601168.SH	西部矿业	400	593	14	13	18	18	20	22	20	9.2
000878.SZ	云南铜业	253	362	6	6	6	6	6	40	40	10.6
603979.SH	金诚信	246	236	0	1	3	5	5	49	49	11.4
000737.SZ	北方铜业	154	133	4	4	4	4	4	37	37	12.3
A股上市公司指标平均值									33	31	11
1208.HK	五矿资源	302	692	30	35	40	51	54	6	6	8.9
2099.HK	中国黄金国际	143	679	9	2	4	8	8	19	19	6.5
1258.HK	中国有色矿业	184	549	15	17	16	17	17	11	11	5.9
2362.HK	金川国际	60	447	6	6	6	9	10	7	6	4.5
H股上市公司指标平均值									11	10	7

资料来源：公司年报，公司公告，公司公众号，浙商证券研究所。注：2024-2026年产量数据为预测值，存在预测偏差风险。铜矿总产量统计金属量。金诚信铜总产量数据暂未考虑Alacran铜金银矿及Lubambe铜矿。紫金矿业、江西铜业、西部矿业、云南铜业、金诚信资源量数据截止2024年6月30日，中国黄金国际资源量数据截止2024年9月30日，表中其他公司资源量数据截止2023年12月31日。PE数据截止2024年11月27日。

- **2024年业绩总结**：前三季度，贵金属板块归母净利润358亿元，同比+52%。
- **2024年周期判断**：强势周期，但多为 β 行情催化， α 属性并不算强烈——2024年公司的整体产量增长幅度较少，金价上涨是催化行情的重要推力。
- **2025年周期判断**：强势周期，但可能切换到 α 与 β 共振的右侧行情。
- **需要被充分认知的关键点**：过往几年金价持续冲高，贵金属公司资本开支意愿较为强烈。但金矿的扩产与并购均需要时间，从我们的预测来看，2025年可能是贵金属公司整体兑现产量增长的元年。在看好金价明年走强的基础上，更要重视板块 α 属性带来的额外上涨动力。

公司	黄金资源量 (2023; 吨)	总市值 (亿元)		全口径自产金 (吨)					24E-26E 产量CAGR	单吨产量市值 (亿元/吨)		单吨资源量市值 (亿元)		PE	
		2024-11-28	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2026E	2023A	2024E	2026E	
山金国际	246	446	7	7	7	8	12	15	37%	64	30	1.8	19	13	
招金矿业	1304	351	10	13	14	16	23	29	36%	26	12	0.3	26	12	
赤峰黄金	454	280	8	14	14	16	19	24	22%	20	12	0.6	17	12	
山东黄金	1677	1083	25	39	42	50	65	74	22%	26	15	0.6	30	17	
中金黄金	813	598	20	20	19	20	23	28	17%	32	21	0.7	16	12	
湖南黄金	142	218	5	5	4	4	5	6	16%	55	36	1.5	20	12	
紫金矿业	3465	4128	47	56	68	74	85	94	13%	61	44	1.2	13	9	

公司	黄金权益资源量 (2023; 吨)	总市值 (亿元)		权益自产金 (吨)					24E-26E 产量CAGR	单吨产量市值 (亿元/吨)		单吨资源量市值 (亿元)		PE	
		2024-11-28	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2026E	2023A	2024E	2026E	
山金国际	220	446	7	7	7	8	11	13	32%	67	34	2.0	19	13	
招金矿业	1055	380	9	11	12	14	19	24	31%	31	16	0.4	26	12	
赤峰黄金	300	280	7	11	11	12	15	18	20%	24	16	0.9	17	12	
湖南黄金	134	218	5	5	4	4	5	6	15%	57	38	1.6	20	12	
紫金矿业	2998	4128	38	46	57	63	73	81	13%	72	51	1.4	13	9	
中金黄金	480	598	16	15	16	16	18	20	11%	38	29	1.2	16	12	
山东黄金	1354	1083	24	37	39	41	46	51	11%	28	21	0.8	30	17	

2024年铅锌行业整体出现金属价格高，加工费低的特点。高金属价格利好矿端，但较低的加工费水平使得冶炼环节盈利能力差，部分含有冶炼的矿企利润或将受到一定拖累。

我们选择铅锌行业最有代表性的几家公司，统计相关公司24Q1-Q3的业绩，多数企业均实现正增长，铅锌行业整体景气度较好、盈利能力强，处于上升周期。

后续建议关注带有产量增长潜力、资源禀赋较好的矿企。

表：铅锌板块相关公司2024Q1-Q3归母净利润

	24Q1-Q3归母净利润(亿元)	同比(%)
驰宏锌锗	14.7	-16%
中金岭南	8	12%
金徽股份	3.5	43%
豫光金铅	5.5	14%

镍：华友钴业2024年权益产量预计达12.7万金属吨，力勤资源2024年权益产量预计达10.0万金属吨

华友钴业	2023	2024E	2025E	2026E
湿法镍产量（万金属吨）	4.6	9.5	9.5	11.7
火法镍产量（万金属吨）	3.2	3.2	3.2	3.2
合计（万金属吨）	7.8	12.7	12.7	14.9
力勤资源	2023	2024E	2025E	2026E
湿法镍产量（万金属吨）	3.3	4.9	7.2	7.2
火法镍产量（万金属吨）	3.1	5.1	6.9	8.7
合计（万金属吨）	6.4	10.0	14.1	15.9

- 2024年，钨、锑、铀等小金属均显著涨价，处于商品价格历史高位区间，供需紧张格局凸显了此类小金属品种的资源属性；
- 商品价格大幅上涨，带动各行业盈利能力提升，具体看：24Q1-Q3钨、锑行业7家标的公司归母净利润增速均显著超过营收增速，翔鹭钨业、厦门钨业在营收下滑的情况下，归母净利润同比均增加约20%；锑行业标的业务均包含多金属（黄金、锡等），锑价上行叠加其他金属价格亦处高位，锑行业标的业绩改善情况显著；天然铀价格近年来上涨明显，唯一标的中广核矿业主营国际贸易量价齐升，而归母净利则受哈萨克斯坦罚款等非经常性扰动拖累。

行业	证券代码	公司简称	营业收入/亿元				营业收入增速/%			
			2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
钨	000657.SZ	中钨高新	120.17	129.98	126.57	101.67	21.95	8.16	(2.62)	7.14
	002842.SZ	翔鹭钨业	15.19	16.68	17.93	12.99	18.15	9.79	7.47	(4.72)
	002378.SZ	章源钨业	26.54	31.89	33.86	28.08	38.09	20.14	6.17	12.01
	600549.SH	厦门钨业	315.74	479.74	391.47	262.05	68.10	51.94	(18.40)	(10.70)
锑	600301.SH	华锡有色	3.85	5.87	28.17	32.99	(57.31)	49.86	4.93	56.59
	002155.SZ	湖南黄金	197.50	209.32	232.04	208.96	32.14	5.98	10.86	11.83
	601020.SH	华钰矿业	13.89	5.38	8.15	8.39	(41.12)	(61.27)	51.54	24.11
天然铀	1164.HK	中广核矿业	38.67	36.65	73.68	——	35.11	(5.23)	101.04	——

行业	证券代码	公司简称	归母净利润/亿元				归母净利润增速/%			
			2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3	2021A	2022A	2023A	2024Q1-Q3
钨	000657.SZ	中钨高新	5.28	5.35	4.85	2.06	138.60	1.32	(9.36)	(34.66)
	002842.SZ	翔鹭钨业	0.25	(0.41)	(1.29)	(0.32)	(40.48)	(266.72)	(212.93)	19.93
	002378.SZ	章源钨业	1.65	2.03	1.44	1.47	343.84	23.24	(29.21)	33.00
	600549.SH	厦门钨业	11.81	14.46	16.02	14.02	92.24	22.68	10.75	20.78
锑	600301.SH	华锡有色	0.54	0.18	3.14	5.40	67.13	(66.26)	43.39	100.91
	002155.SZ	湖南黄金	3.63	4.37	4.89	6.67	61.28	20.38	11.20	73.56
	601020.SH	华钰矿业	1.51	1.50	0.74	1.53	108.13	(0.64)	(49.92)	22.62
天然铀	1164.HK	中广核矿业	1.78	5.15	4.97	——	15.00	188.47	(3.46)	——

1、金属价格大幅波动；

若金属供需侧出现突发事件，可能会使相关金属价格出现大幅波动，价格不及预期的风险。

2、下游需求修复不及预期；

金属下游需求修复受宏观与对应下游需求子行业景气度影响。若下游需求修复不及预期，金属价格有进一步下行的风险。

3、行业供给超预期。

相关金属矿山复产扩产节奏超预期导致金属供给超预期，供给过剩价格下行的风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>